



Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse

betsson ab

Jesper Tauge Midtsjø og Brage Sævdal

Veileder: Kjell Henry Knivsflå

Selvstendig arbeid

Masterstudiet i økonomi og administrasjon

Finansiell økonomi og Økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Målet med denne masterutredningen er å verdsette egenkapitalen til Betsson per 31.12.2022. Hovedteknikken som benyttes er fundamental verdsettelse, som suppleres med en komparativ verdivurdering for å øke påliteligheten i det endelige verdiestimatet.

I den strategiske analysen ble det konkludert med at det foreligger en liten bransjeulempe, og en stor ressursfordel for Betsson historisk sett. Videre gjennomførte vi en strategisk regnskapsanalyse, som kvantifiserte den strategiske fordelene og bekreftet konklusjonen om at Betsson har en stor strategisk fordel. Bransjeulempen er et resultat av økende reguleringer, avgifter og nye lovgivninger, samt at bransjen preges av høy konkurranse og lav kundelojalitet. Grunnet bransjens udifferensierte natur har det vært et større fokus hos gamblingselskaper på investeringer knyttet til teknologi og strategiske oppkjøp, hvilket har påvirket driftsrentabiliteten negativt og bidratt til en bransjeulempe. Bransjeulempen forventes å utvikle seg til en liten bransjefordel på lang sikt som følge av store vekstmuligheter, mer normalisert regulering, samt mer digitalisering og større tilgang til internett. Ressursfordelen til Betsson skyldes konkurransefortrinn knyttet til effektiv internutvikling, en fremtredende spillplattform, lang bransjeerfaring og geografisk tilstedeværelse i Latin-Amerika. Det forutsettes endog at konkurransefortrinnene ikke er varig, og følgelig vil ressursfordelen til Betsson reduseres til liten på lang sikt.

Det fundamentale verdiestimatet ble beregnet til SEK 104,5 per aksje. Rimelighetsvurderingen ga et pris/bok forhold på 2,25 som tilsier at Betsson genererer betydelig merverdi, hvilket samsvarer med den strategiske analysen. Etter å ha justert for ytterligere konkurrisiko ble verdiestimatet per aksje på SEK 104,4. Usikkerhet knyttet til verdiestimatet ble vurdert gjennom en simulerings- og sensitivitetshetsanalyse. Simuleringsanalysen synliggjorde at fordelingen var skjev mot lavere verdier, og vi justerte ned verdiestimatet i henhold til gjennomsnittet fra simuleringsanalysen. Følgelig er endelig verdiestimat fra den fundamentale verdsettelsen på SEK 101 per aksje.

Den komparative verdivurderingen estimerte en pris per aksje på SEK 104,76. Endelig verdiestimat ble beregnet ved å vekte resultatet fra de to verdsettelsesmetodene, og resulterte i en aksjekurs på SEK 101,77 per aksje. Pris per A- og B-aksje er således SEK 110,66 og SEK 100,60, som er over selskapets børskurs på SEK 85,70 per 30.11.22. Nivået på det endelige verdiestimatet mot børskursen underbygges i vår argumentasjon om at markedet undervurderer varigheten av Betsson sin ressursfordel, og med det vil vi gi en kjøpsanbefaling.

Forord

Denne masterutredningen er skrevet som en del av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole.

Grunnen til at vi ønsket å skrive en verdivurdering er at vi finner temaet svært spennende. Gjennom flere år med studier har vi opparbeidet oss kunnskap, hvor mye lærdom har vært basert på teoretiske fag. Verdivurdering og strategisk regnskapsanalyse er en mer praktisk tilnærming til diverse fagfelt, hvor man benytter teorier og gjør subjektive vurderinger. I tillegg kombineres flere fagområder som gjør at man får tatt i bruk et bredt spekter av opparbeidet kunnskap. Det var derfor naturlig for oss å velge verdivurdering som masterutredning.

Hva gjelder valg av selskap var det mange forhold som lå til grunn, men først og fremst var det viktig for oss å velge et interessant selskap i en spennende bransje. Etter flere vurderinger kom vi frem til Betsson AB, som er et ledende selskap innen nettbasert gambling. Nettbasert gambling har opplevde solid vekst over flere år, og bransjen er i stor grad avhengig av den teknologiske utviklingen i verden. Den nettbaserte gamblingbransjen er kompleks å operere i da den er svært påvirket av juridisk og politisk risiko. Den komplekse naturen har gjort at vi har møtt på diverse utfordringer underveis, men det har også gjort oppgaven særdeles interessant å arbeide med. Samlet sett har utredningen vært en lærerik prosess, hvor vi sitter igjen med en bredere forståelse av verdivurdering og regnskapsanalyse.

Til slutt vil vi rette en stor takk til vår veileder, Kjell Henry Knivsflå. Knivsflå har vært hjelpsom og tilgjengelig, hvilket har vært til god hjelp gjennom utredningen.

Norges Handelshøyskole

Bergen, 20. desember 2022

Jesper Tauge Midtsjø

Brage Sævdal

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	I
FORORD	II
INNHOLDSFORTEGNELSE	III
1. INNLEDNING	1
1.1 FORMÅL	1
1.2 AVGRENSNING	1
1.3 STRUKTUR	2
2. PRESENTASJON AV BRANSJE OG VIRKSOMHET	3
2.1 BETSSON	3
2.1.1 <i>Historisk utvikling</i>	3
2.1.2 <i>Strategi</i>	5
2.1.3 <i>Bærekraft og ansvarlig gambling</i>	6
2.1.4 <i>Forretningsområder</i>	7
2.1.5 <i>Organisasjonen</i>	8
2.1.6 <i>Aksjonærversikt</i>	10
2.1.7 <i>Aksjekursutvikling og utbyttepolitikk</i>	12
2.2 BRANSJEN	15
2.2.1 <i>Markedstyper</i>	15
2.2.2 <i>Markedssegmenter</i>	16
2.2.3 <i>Markedsområder</i>	19
2.2.4 <i>Konkurransen i markedet</i>	20
2.2.5 <i>Reguleringer</i>	21
2.2.6 <i>Markedets fremtidsutsikter</i>	22
2.3 MAKRO FORHOLD	23

2.3.1	<i>Politiske forhold</i>	23
2.3.2	<i>Økonomiske forhold</i>	25
2.3.3	<i>Sosiokulturelle forhold</i>	31
2.3.4	<i>Teknologiske forhold</i>	34
2.3.5	<i>Miljømessige faktorer</i>	35
2.3.6	<i>Juridiske faktorer</i>	36
2.4	KOMPARATIVE SELSKAPER.....	37
2.4.1	<i>Kindred Group PLC</i>	38
2.4.2	<i>Entain PLC</i>	39
2.4.3	<i>888 Holdings PLC</i>	40
2.4.4	<i>Flutter Entertainment PLC</i>	42
2.5	HVORDAN BETSSON AVVIKER FRA DE KOMPARATIVE SELSKAPENE	43
2.5.1	<i>Internutvikling</i>	44
2.5.2	<i>Techsson</i>	44
2.5.3	<i>Latin-Amerika</i>	44
2.5.4	<i>Integrert rapportering og bærekraft</i>	44
2.5.5	<i>Lisenssituasjon i Nederland</i>	45
2.5.6	<i>Fantasisport</i>	45
3.	VALG AV VERDSETTELSESMETODE	46
3.1	VERDSETTELSESMETODER	46
3.1.1	<i>Fundamental verdsettelse</i>	46
3.1.2	<i>Komparativ verdsettelse</i>	48
3.1.3	<i>Opsjonsbasert verdsettelse</i>	50
3.2	VALG AV VERDSETTELSESMETODE.....	51

3.2.1	<i>Tilgang på informasjon</i>	51
3.2.2	<i>Fase i livssyklusen</i>	51
3.2.3	<i>Evne til å generere kontantstrøm</i>	52
3.2.4	<i>Kjennetegn ved bransjen</i>	52
3.2.5	<i>Konklusjon</i>	53
3.3	RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	53
4.	STRATEGISK ANALYSE	55
4.1	RAMMEVERK FOR STRATEGISK ANALYSE.....	55
4.2	EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE	57
4.2.1	<i>PESTEL-analyse</i>	57
4.2.2	<i>Porters femkraftsmodell</i>	68
4.2.3	<i>Bransjefordel oppsummert</i>	81
4.3	INTERN RESSURSOrientert ANALYSE	82
4.3.1	<i>VRIO</i>	82
4.3.2	<i>Ressursfordel oppsummert</i>	89
4.4	SWOT	91
4.5	OPPSUMMERING AV STRATEGISK ANALYSE.....	92
4.5.1	<i>Bransjefordel</i>	93
4.5.2	<i>Ressursfordel</i>	94
4.6	STRATEGISK VEKSTANALYSE	95
5.	REGNSKAPSANALYSE	96
5.1	RAMMEVERK OG PRAKTISKE VALG	96
5.1.1	<i>Praktiske valg</i>	96
5.1.2	<i>Rammeverk for regnskapsanalyse</i>	97
5.2	PRESENTASJON AV TALL	100

5.2.1	<i>Resultatregnskap</i>	100
5.2.2	<i>Balanse</i>	101
5.2.3	<i>Endring i egenkapital</i>	102
5.2.4	<i>«Trailing» tall 2022</i>	102
5.3	OMGRUPPER FOR ANALYSE	109
5.3.1	<i>Omgruppering av resultatregnskapet</i>	109
5.3.2	<i>Omgruppering av balansen</i>	114
5.3.3	<i>Omgruppering av kontantstrøm</i>	120
5.4	ANALYSE AV MÅLEFEIL OG JUSTERING.....	120
5.4.1	<i>Analyse av målefeil og justering</i>	121
5.4.2	<i>Presentasjon av omgrupperte og justerte regnskapstall for Betsson</i>	124
5.5	PRESENTASJON AV OMGRUPPERTE OG JUSTERTE TALL FOR BRANSJEN	126
5.6	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLSANALYSE.....	128
6.	ANALYSE AV RISIKO	129
6.1	ANALYSE AV KORTSIKTIG RISIKO – LIKVIDITETSANALYSE	129
6.1.1	<i>Gjeldsdekning i balansen</i>	129
6.1.2	<i>Gjeldsdekning gjennom nettoresultat og kontantstrøm</i>	132
6.2	ANALYSE AV LANGSIKTIG RISIKO – SOLIDITETSANALYSE	134
6.2.1	<i>Analyse av egenkapitalandel</i>	135
6.2.2	<i>Analyse av lønnsomhet</i>	136
6.2.3	<i>Analyse av kapitalstruktur</i>	137
6.3	OPPSUMMERING SYNTETISK RATING	139
7.	HISTORISK AVKASTNINGSKRAV	142
7.1	AVKASTNINGSKRAV TIL TOTALKAPITALEN	142
7.2	AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITAL	142

7.2.1	<i>Risikofri rente</i>	143
7.2.2	<i>Markedets risikopremie</i>	144
7.2.3	<i>Andre risikopremier</i>	146
7.2.4	<i>Egenkapitalbeta</i>	147
7.2.5	<i>Estimert gjennomsnittlig avkastningskrav til egenkapital</i>	148
7.3	AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD	148
7.3.1	<i>Krav til avkastning på finansiell gjeld</i>	149
7.3.2	<i>Krav til avkastning på finansielle eiendeler</i>	149
7.3.3	<i>Estimert avkastningskrav på netto finansiell gjeld</i>	150
7.3.4	<i>Beta til finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld</i>	151
7.4	AVKASTNINGSKRAV TIL TOTALKAPITALEN	153
7.4.1	<i>Estimert netto driftsbeta, årlig egenkapitalbeta og egenkapitalkrav</i>	153
7.4.2	<i>Selskapskrav</i>	154
7.4.3	<i>Oversikt avkastningskrav</i>	155
8.	ANALYSE AV LØNNSOMHET – STRATEGISK FORDEL	156
8.1	SUPERRENTABILITET TIL EGENKAPITAL	157
8.2	DRIFTSFORDEL	158
8.2.1	<i>Bransjefordel</i>	159
8.2.2	<i>Ressursfordel</i>	161
8.2.3	<i>Gearingfordel drift</i>	165
8.2.4	<i>Driftsfordel oppsummert</i>	166
8.3	FINANSIERINGSFORDEL	167
8.3.1	<i>Finansieringsfordel finansiell gjeld</i>	167
8.3.2	<i>Finansieringsfordel finansielle eiendeler</i>	169

8.3.3	<i>Finansieringsfordel netto finansiell gjeld</i>	170
8.3.4	<i>Finansieringsfordel oppsummert</i>	170
8.4	OPPSUMMERING STRATEGISK FORDEL.....	171
9.	FREMTIDSREGNSKAP	173
9.1	RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAP.....	173
9.2	VEKSTANALYSE	174
9.2.1	<i>Resultatvekst</i>	174
9.2.2	<i>Kapitalvekst</i>	175
9.2.3	<i>Vekst i verdensøkonomien</i>	176
9.3	PRAKTISKE VALG	178
9.3.1	<i>Budsjetthorisont</i>	178
9.3.2	<i>Budsjettmodell og budsjett drivere</i>	179
9.3.3	<i>Framskrivningsteknikk og håndtering av usikkerhet</i>	180
9.4	BUDSJETTERING AV DRIFTSMESSIGE BUDSJETTDRIVERE	181
9.4.1	<i>Driftsinntekter</i>	181
9.4.2	<i>Netto driftseiendeler</i>	183
9.4.3	<i>Netto driftsresultat</i>	184
9.5	BUDSJETTERING AV FINANSPOSTER.....	186
9.5.1	<i>Netto finansiell gjeld</i>	186
9.5.2	<i>Netto finansiell gjeldskostnad</i>	188
9.6	FREMTIDSREGNSKAP OG FRI KONTANTSTRØM.....	190
9.6.1	<i>Fremtidig resultatregnskap</i>	190
9.6.2	<i>Fremtidsbalanse</i>	190
9.6.3	<i>Fremtidig fri kontantstrøm</i>	191

10.	FREMTIDSKRAV OG STRATEGISK FORDEL.....	192
10.1	KRAV TIL EGENKAPITAL OG NETTO FINANSIELL GJELD	192
10.1.1	<i>Risikofri rente.....</i>	<i>192</i>
10.1.2	<i>Markedets risikopremie.....</i>	<i>194</i>
10.1.3	<i>Egenkapitalbeta</i>	<i>194</i>
10.1.4	<i>Andre risikopremier</i>	<i>194</i>
10.1.5	<i>Avkastningskrav til egenkapital</i>	<i>195</i>
10.2	FINANSIELLE KRAV	195
10.2.1	<i>Avkastningskrav til finansiell gjeld</i>	<i>195</i>
10.2.2	<i>Avkastningskrav til finansielle eiendeler.....</i>	<i>197</i>
10.2.3	<i>Avkastningskrav til netto finansiell gjeld</i>	<i>199</i>
10.3	SELSKAPSKRAV.....	200
10.4	OPPSUMMERING AV FREMTIDIGE AVKASTNINGSKRAV	201
10.5	ANALYSE AV FREMTIDIG SUPERRENTABILITET	202
11.	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	206
11.1	OVERSIKT OVER METODER OG PRAKTISKE VALG	207
11.2	VERDIVURDERING AV LEDELSENS OPSJONER	208
11.3	EGENKAPITALMETODE; FKE, SPE, Δ SPE.....	209
11.3.1	<i>Fri kontantstrøm fra egenkapital (FKE-modellen)</i>	<i>209</i>
11.3.2	<i>Superprofittmodellen (SPE-modellen)</i>	<i>210</i>
11.3.3	<i>Superprofittvekst-modellen (ΔSPE-modellen).....</i>	<i>211</i>
11.4	SELSKAPSKAPITALMETODE; FKD, SPD, Δ SPD	213
11.4.1	<i>Fri kontantstrøm fra drift (FKD-modellen)</i>	<i>214</i>
11.4.2	<i>Superprofitt fra drift (SPD-modellen).....</i>	<i>215</i>
11.4.3	<i>Superprofittvekst fra drift (ΔSPD)</i>	<i>216</i>

11.4.4	<i>Sysselsatt kapital</i>	217
11.5	FØRSTE VERDIESTIMAT OG KONVERGENS PROSEDYRE	218
11.5.1	<i>Konvergens prosedyre</i>	218
11.5.2	<i>Rimelighetsvurdering av verdiestimatet</i>	219
11.6	ANALYSE AV USIKKERHET	222
11.6.1	<i>Konkurssannsynlighet</i>	222
11.6.2	<i>Simuleringsanalyse</i>	224
11.6.3	<i>Sensitivitetsanalyse</i>	232
11.7	OPPSUMMERING AV DEN FUNDAMENTALE VERDSETTELSEN	235
12.	KOMPARATIV VERDIVURDERING.....	236
12.1	MULTIPLIKATORMODELLEN	237
12.2	VALG AV KOMPARATIVE SELSKAPER	237
12.3	VALG OG BEREGNING AV MULTIPLER	238
12.3.1	<i>Pris/Bok (P/B)</i>	239
12.3.2	<i>Pris/Fortjeneste (P/F)</i>	240
12.3.3	<i>EV/EBITDA</i>	241
12.3.4	<i>EV/EBITA</i>	242
12.3.5	<i>EV/NDK</i>	243
12.3.6	<i>EV/Driftsinntekt</i>	244
12.4	VERDIESTIMAT MED KOMPARATIV VERDIVURDERING	245
13.	OPPSUMMERING OG KONKLUSJON.....	248
13.1	OPPSUMMERING AV HOVEDFUNN	248
13.2	ENDELIG VERDIESTIMAT	250
13.3	SAMMENLIGNING MED KURSMÅL FRA DIVERSE MEGLERHUS.....	251
13.4	FORSLAG TIL HANDELSSTRATEGI	252

REFERANSER	253
FIGUROVERSIKT	266
TABELLOVERSIKT	268

1. Innledning

I kommende kapittel vil vi forklare formålet med masterutredningen. Det vil også redegjøres for diverse avgrensinger, samt strukturen som oppgaven er bygget på.

1.1 Formål

Formålet med denne masterutredningen er å verdivurdere egenkapitalen til Betsson AB per 31.12.2022. Det nyttes flere kvalitative og kvantitative analyser, som også inkluderer analyse av usikkerhet relatert til verdierestimater. Fundamental verdsettelse er hovedteknikken i denne oppgaven, men vi supplerer dette verdierestimater med en komparativ verdsettelse. Formålet med de ulike analysene er å øke påliteligheten i det endelige verdierestimater. Endelig verdierestimater vil sammenlignes med børskursen, som vil legge grunnlaget for en handelsanbefaling.

1.2 Avgrensning

Masterutredningen bygger på offentlig tilgjengelig informasjon som til enhver tid kan endre seg. Det presiseres derfor at verdierestimater er per 31.12.2022, men oppgaven innleveres 20.12.2022. Dermed er det en mulighet for at det kommer informasjon mellom nevnte datoer som tilsier at verdierestimater burde justeres.

Regnskapet for 2022 er estimert basert på Q1 og Q2 rapportene for 2022, supplert med historiske regnskapstall. Bakgrunnen for dette er at vi kun hadde tallene fra første halvår tilgjengelig på analysetidspunktet. Per 01.12.2022 er det mulig å justere «trailing» tallene for 2022, da Q3 rapporten nå er tilgjengelig. Vi oppdaterer imidlertid ikke med Q3 tallene ettersom det vil skape marginale forskjeller i verdierestimater. Den samme begrensningen gjelder også for de komparative selskapene.

Betsson rapporterer i EUR fra Q1 2022, men SEK er fortsatt gruppens funksjonelle valuta. Ettersom alle historiske tall er rapportert i SEK har vi valgt å foreta analysen i SEK i sin helhet, og de rapporterte tallene fra 2022 er derfor konvertert fra EUR til SEK. Det må også presiseres at ingen av de komparative selskapene rapporterer i SEK, og samtlige regnskapstall konverteres derfor til SEK i bransjeregnskapet. Konverteringene for Betsson og bransjen skaper omregningsdifferanser. Til slutt vil vi presisere at verdsettelsen gjennomføres på et konsernnivå, hvilket betyr at vi ikke har gjennomført direkte analyser av diverse datterselskap.

1.3 Struktur

Oppgavens struktur er basert på rammeverket fra kurset Verdivurdering (BUS440A) ved Norges Handelshøyskole, samt annen sentral verdsettelseslitteratur. Med dette som grunnlag deles oppgaven inn i tre deler.

Første del består av kapittel 2 til og med 4. Kapittel 2 inneholder en introduksjon av Betsson og bransjen. I kapittel 3 gjennomgås teori relatert til verdsettelsesteknikker. Kapittelet inneholder også en redegjørelse for hvorfor vi nytter fundamental- og komparative verdsettelse. Det fjerde kapittelet inkluderer en intern og ekstern strategiske analyse.

Den andre delen omfatter kapittel 5 til og med 8. I kapittel 5 gjennomføres en regnskapsanalyse som blant annet inneholder omgrupperinger og diverse justeringer. Kapittel 6 inneholder en analyse av risikoen til Betsson og bransjen, som er basert på finansielle nøkkeltall. Risikoanalysen resulterer i en syntetisk rating. Den syntetisk rating nyttes i kapittel 7, hvor historiske avkastningskrav estimeres. I kapittel 8 analyseres lønnsomheten til Betsson gjennom en strategisk rentabilitetsanalyse, hvor rentabiliteten måles opp mot bransjen og satte avkastningskrav.

Den tredje og siste delen inkluderer kapittel 9 til og med 12. Kapittel 9 omfatter utarbeidelsen av fremtidsregnskapet, som baseres på tidligere analyser. Videre i kapittel 10 estimeres fremtidskravene. Den fundamentale verdsettelsen gjennomføres i kapittel 11, hvor første verdiestimat er basert på budsjetterte vekter. Deretter gjennomføres en konvergensprosedyre, hvilket betyr at kravene oppdateres sekvensielt slik at alle verdsettelsesmetodene konvergerer mot et felles verdiestimat. Siste del av kapittel 11 er analyse av usikkerhet relatert til det fundamentale verdiestimatet. Kapittel 12 omfatter en supplerende komparativ verdivurdering. Til slutt, i kapittel 13, oppsummeres masterutredningen med endelig verdiestimat og en tilknyttet handelsstrategi.

2. Presentasjon av bransje og virksomhet

I kapittel 2 vil vi presentere bransjen og Betsson. Informasjonen som blir trukket frem legger grunnlaget for strategisk analyse i kapittel 4. I tillegg er informasjonen viktig for videre analyser i oppgaven. Kapittelet starter med en gjennomgang av Betsson, og den nettbaserte gamblingbransjen. Videre vil vi trekke frem relevante makroforhold, som senere benyttes i PESTEL-analysen. Avslutningsvis gjennomgår vi de komparative selskapene, samt hvordan Betsson skiller seg fra bransjesnittet.

2.1 Betsson

Betsson AB er et holdingselskap som investerer i og administrerer selskaper innen nettbasert gambling. Betsson er et av de største selskapene i verden innen sitt område, og de sikter på å vokse raskere enn markedet gjennom organisk vekst og oppkjøp. Markedet som Betsson opererer i er delt i regulerte og uregulerte markeder, hvor Betsson i all hovedsak opererer i regulerte markeder. Selskapet har lisenser i 20 forskjellige jurisdiksjoner i Europa, Afrika, Nord-Amerika og Sør-Amerika. Betsson eier 20 globale, regionale og lokale merkevarer som enten opererer med hele produktporteføljen eller kun innenfor kasino (Betsson, 2022).

Betsson har en av markedets største porteføljer av spill som er tilpasset den lokale etterspørselen i markedene de opererer i. Produktene de tilbyr er for det meste relatert til kasino og sportstipping. De to største kategoriene innen kasino er spilleautomater og live kasino. Totalt sett har Betsson over 6000 forskjellige kasinospill. I dag har selskapet rundt 2000 ansatte som er lokalisert på ti forskjellige steder i verden, men hovedkvarteret ligger i Malta (Betsson, 2022).

2.1.1 Historisk utvikling

Betsson stammer fra AB Restaurang Roulette, som ble etablert 1963 av Bill Lindwall and Rolf Lundström. På denne tiden var selskapet i hovedsak lokalisert i sør- og sentral-Sverige, og drev med tradisjonell kasinovirksomhet. I 1968 inngikk de et partnerskap med AB Roulette Konsult & Spelautomater, som var etablert av Per Hamberg og Lars Kling. Det nye partnerskapet sørget for at selskapet dekket hele Sverige. Videre i 1972 endret de selskapets navn til Cherry Företagen (Betsson, 2022d).

I 1973 fikk restauranter i Sverige lov til å installere spillautomater, men allerede i 1978 ble spillautomatene forbudt av Sveriges daværende regjering. Dette førte til at Cherry Företagen mistet store deler av sine inntekter, og de måtte foreta en rask reorganisering. I tiden frem til

1984 kjøpte Cherry derfor opp flere gamblingsselskaper i Europa, noe som la fundamentet for en ny organisasjon (Betsson, 2022d).

I 1996 lanserte Bill Lindwall og Pontus Lindwall selskapet Net Entertainment, som det ble en pioner innenfor nettbasert gambling. Net Entertainment opererte i hovedsak innen B2B segmentet hvor de solgte nettbaserte spill og spillsystemer til operatører innen nettbaserte kasino (Net Entertainment, 2022). Videre i 1998 ble Pontus Lindwall, sønnen til Bill Lindwall, innsatt som CEO for Cherry Företagen. Samme året kjøpte Cherry Företagen 35 % av Net Entertainment. Frem til 1998 fokuserte selskapet kun på tradisjonell gambling, men dette endret seg med investeringen i Net Entertainment. Det følgende året kjøpte Cherry Företagen de resterende aksjene i Net Entertainment, og B-aksjene til Cherry Företagen ble notert på OM Stockholm Stock Exchange.

I 2003 kjøpte Cherry Företagen det britiske sportstipping selskapet Bettson.com. De neste to årene hadde både Net Entertainment og Bettson.com solid vekst (Betsson, 2022d). Videre ble 2005 et innholdsrikt år for gruppen, hvor Cherry Group kjøpte opp resterende aksjer i Bettson.com. De annonserte deretter at selskapet skulle deles opp i tre separate børsnoterte selskaper; Bettson, Cherry Casino og Net Entertainment. Grunnen til dette var at ledelsen og styret i Cherry Group mente at en fisjon var hensiktsmessig ovenfor kunder, ansatte og aksjonærer, samt at selskapene ville kunne utvikle seg raskere og sterkere alene. I tillegg til dette endte de tre selskapene med å konkurrere om de samme kundene. En fisjon lot selskapene operere fritt uten å tenke på gruppens interesse som en helhet (Cherry Group, 2006).

Fisjonen førte til at Cherry Casino tok med seg gruppens tradisjonelle kasinovirksomhet. Net Entertainment beholdt gruppens nettbaserte B2B tilbud, mens Bettson omfattet gruppens B2C tilbud (Cherry Group, 2006). Fisjonen ble fullført i 2007 og dette var starten på Bettson som vi kjenner i dag, men på dette tidspunktet drev de kun med nettbasert gambling innenfor B2C segmentet.

Betsson har hele tiden hatt et stort fokus på forbedring og utvikling av produkter. I 2010 ønsket Bettson å starte et B2B tilbud, og de lanserte Bettson Business Solutions. De satt også opp et kontor i Manila og et selskap i India for utvikling av programvare. Det neste året fortsatte Bettson sin vekst og anskaffet lisens i Italia, lanserte StarCasino og kjøpte selskapet Betsafe (Betsson, 2022d). På dette tidspunktet hadde nettbasert gambling opplevd store endringer over flere år. Endringene kategoriseres av rask utvikling, høy vekst, men også stor politisk og juridisk usikkerhet. Man så også at flere EU-land liberaliserte og regulerte sektoren. Bettson

forholdte seg positiv til denne utvikling og fulgte hele tiden med på reguleringene og tilpasset seg de nye lovene. Selskapet presiserte i flere sammenhenger at fordelene med lisensene var større enn de negative sidene (Betsson, 2012, s. 4).

Betsson har helt fra starten av selskapets historie erfart at markedet de opererer i utvikler seg raskt og at de må være tilpasningsdyktige. Allerede i 2009 lanserte Betsson en sportstipping plattform for mobile enheter (Betsson, 2012). I 2012 startet mobilmarkedet å vokse i et større tempo, hvor Betsson allerede var godt posisjonert ved sitt tidlige fokus på innovasjon og utvikling. Siden oppstart av kontoret i Manila har Betsson drevet med internutvikling, og i 2013 introduserte Betsson en plattform kalt Techsson (Betsson, 2022d). Videre i 2015 ble Betsson oppgradert til Nasdaq Stockholm Large Cap List. Fra 2015 og frem til i dag har Betsson gjennomført flere oppkjøp, samt anskaffet flere lisenser. I dag har de 20 lisenser fordelt utover forskjellig jurisdiksjoner i Europa, Afrika, Nord-Amerika og Sør-Amerika.

2.1.2 Strategi

Betsson sin visjon er å tilby den beste kundeopplevelsen innen nettbasert gambling, og være ledende innenfor sin bransje på lang sikt. Ambisjonen er å være kundefokusert for å oppnå langsiktig vekst som er mer bærekraftig enn markedet. Dette ønsker de å oppnå gjennom organisk vekst og oppkjøp (Betsson, 2022, s. 10). Betsson setter kunden i fokus ved å tilby sterke produkter, og selskapet ønsker å drifte gruppen ansvarsfullt gjennom kontinuerlig utvikling av virksomhetsstyring, risikostyring og bærekraft (Betsson, 2022).

Det understrekes i årsrapporten for 2021 at strategien er avhengig av tre strategiske grunnpilarer: dyktige ansatte, kvalitetsprodukter og sterk drift. Basert på selskapets styrker og markedsanalyser har Betsson satt opp fire strategiske vekstområder: eksisterende markeder, nye markeder, B2B muligheter og oppkjøp (Betsson, 2022, s. 10). For å vokse i eksisterende markeder skal Betsson prioritere segmenter hvor gruppen allerede har et sterkt produkttilbud, parallelt skal de også vurdere nye segmenter og markeder. Dette skal de klare ved å ha en diversifisert produktportefølje og fortsette investeringene i egen teknologi. Denne kombinasjonen har gitt Betsson kunnskapene og mulighetene til å tilpasse produktene til den pågående utviklingen i bransjen (Betsson, 2022).

Betsson har i løpet av hele sin historiske utvikling hatt et stort fokus på vekst. Vekstfokuset har definert mange viktige beslutninger for selskapet, samt drevet utvikling og oppkjøp i lang tid. De siste 20 årene har Betsson vært opptatt av å utvide selskapet sin globale tilstedeværelse gjennom oppkjøp, hvilket skaper en geografisk diversifisering. Dette har vist seg å være viktig

med tanke på at de lokale markedene selskapet opererer i er utsatt for reguleringer og lovendringer (Betsson, 2022). Når Betsson ser etter oppkjøpskandidater ser de generelt etter kandidater i markeder som er regulert eller som er på vei til å bli regulert. En annen viktig faktor er at kandidaten benytter seg av teknologi fra en tredjepart, hvilket gjør den teknologiske integrasjonen mer effektiv. Til slutt vil vi trekke frem at Betsson også vurderer strategiske oppkjøp for å anskaffe lisenser eller produktteknologi (Betsson, 2022e).

2.1.3 Bærekraft og ansvarlig gambling

Betsson har i økende grad jobbet med bærekraft. De siste to årene har selskapet praktisert integrert rapportering, som vil si at de inkluderer bærekraftsrapportering i årsrapporten (Schoenmaker & Schramade, 2019, s. 157). Betsson har integrert bærekraft i gruppens strategi, og de anser det som viktig for å oppnå verdiskapning, samtidig som de har langsiktig ansvar for kunder, ansatte og markedene de opererer i.

For å skape klarhet rundt selskapets bærekraftstrategi lanserte styret et nytt rammeverk i 2019. Rammeverket har fem fokusområder: “Business Compliance”, “Responsible Gaming”, “Employee impact”, “Social Impact” og “Climate Impact” (Betsson, 2022). Betsson har stort fokus på Responsible Gaming, hvor selskapet har satt opp flere KPI-er som de rapporterer på.

Betsson poengterer at Responsible Gaming er viktig for å sørge for at kundene har de riktige vilkårene som gir de kontroll, og sørger for at de har et sunt forhold til gambling. Målet er at dette skal legge grunnlaget for et langt og bærekraftig forhold mellom Betsson og deres kunder. Innen Responsible Gaming tar selskapet sikte på å være en rollemodell for industrien (Betsson, 2022).

Selskapet har dedikert et eget team til Responsible Gaming. Dette teamet har mandat, kompetanse og ressurser til å intervensere med kunder og ta beslutninger basert på deres risikoprofil. Betsson har også et analyseprogram som overvåker kundenes adferd i sanntid. Alle kundene må registrere en bruker for å spille, og alle disse brukerne er overvåket aktivt med 500 forskjellige parametere (Betsson, 2022). Basert på denne modellen kategoriseres kundene som lav- (grønt flagg), medium- (gult flagg) eller høy risiko (rødt flagg). Responsible Gaming teamet analyserer rapportene fra analyseprogrammet på daglig basis (Betsson, 2022). Dersom de registrerer risikofylt adferd, kontakter de kunden. Teamet introduserer da kunden for de ulike verktøyene Betsson har tilgjengelig for selvhjelp. Dette inkluderer blant annet begrensninger på beløp, spilletid og selvhjelpsprogram. Dersom teamet ser at det er nødvendig

med ytterligere tiltak kan de også sette begrensninger eller ekskludere spilleren fra alle Betsson sine plattformer (Betsson, 2022).

Betsson har økt kundekontakten over de siste årene, og var i kontakt med 25 850 spillere per måned i 2021, opp fra 22 300 kunder i 2020 (Betsson, 2022, s. 17). I 2020 var 1,7 % av Betsson sine kunder markert med et rødt flagg, og i 2021 var 1,3 % markert (Betsson, 2022, s. 18). Før 2020 rapporterte ikke Betsson slike tall.

2.1.4 Forretningsområder

Betsson sine datterselskaper driver hovedsakelig innenfor nettbasert kasino og sportstipping i det globale markedet gjennom partnerskap og nettsider. Mange av disse datterselskapene er Malta-baserte. Gamblingen er tilbudt via offshore lisenser og andre lokale lisenser fra totalt 20 forskjellige jurisdiksjoner (Betsson, 2022).

Betsson sine nettsider er i all hovedsak drevet av deres egen plattform, Techsson. Omtrent 90% av selskapets inntekter kommer fra produkter og tjenester som er knyttet opp mot denne plattformen (Betsson, 2022, s. 5) Techsson er en internsatsing hvor Betsson fokuserer på kontinuerlig utvikling av IT-plattformen som legger grunnlaget for deres produktportefølje (Betsson, 2021). Plattformen inkluderer produkter og tjenester, men også infrastrukturen som er nødvendig for å ha effektive nettsider, slik som betalingsløsninger (Betsson, 2020).

Selskapets inntekter kommer fra spillsegmentene kasino, sportstipping og andre segmenter. Kategorien «andre» er hovedsakelig knyttet til nettbasert poker. I 2021 var inntektsfordelingen 72,5 % fra kasino, 26,2 % fra sportstipping og 1,3 % fra andre segmenter (Betsson, 2022).

Kasino (B2C)

Betsson tilbyr en av markedets største porteføljer av gamblingspill. Disse er tilpasset den lokale etterspørselen i markedene. Hovedsakelig er produktene relatert til kasino og sportstipping som blir bekreftet av inntektsfordelingen nevnt over. Innen kasino er den største kategorien spillmaskiner, etterfulgt av sanntidskasino. Sanntidskasino gir kunden en tradisjonell kasinofølelse i et nettbasert miljø. Totalt har Betsson ~6000 forskjellige kasinospill. Porteføljen omfatter også spill innenfor virtuell sport og jackpotspill (Betsson, 2022). Spillene tilbys til kundene gjennom Betsson sine nettsider og applikasjoner.

Sportstipping (B2C)

Sportstipping går ut på at kunden satser penger på et utfall i en idrettssammenheng hvor de har fått oppgitt oddsen på forhånd (Betsson, 2022). Betsson tilbyr tipping på et stort antall idretter innen alt fra e-sport til fotball, og de utvider stadig med nye idretter. Plattformen som ligger til grunn for sportstippingen er egenutviklet og internt driftet, hvilket gjør at Betsson kan stille odds på ulike arrangementer uavhengig av en tredjepart. Plattformen er fleksibel og kan tilpasses til nye idretter og markeder. Dette produktet er under kontinuerlig oppgradering av de interne utviklerne, men det har allerede vist seg å være svært konkurransedyktig. Selskapet tilbyr dette produktet både gjennom egne nettsider og applikasjoner (Betsson, 2022). I 2021 kjøpte Betsson 35 % av aksjene i Strive Platform Limited og integrert sin egen plattform i Strive Platform Limited sitt kundebrukersystem. Dette ble gjennomført med mål om å optimalisere plattformen for lanseringen i USA (Betsson, 2022, s. 38).

B2B

Betsson tilbyr utleie av deler av eller hele plattformer for kasinospill og sportstipping. Generelt må kundene som leier betale lisensavgifter til selskapet, samt en del av inntekten de oppnår (Betsson, 2022). Det er dog viktig å merke seg at disse kontraktene varierer fra avtale til avtale.

Betsson startet sin satsing mot B2B segmentet i 2010 med lanseringen av Betsson Business Solution. Samme året mottok de lisensinntekter i sammenheng med at de leverte spillplattformer til nye partnere. På dette tidspunktet omfattet ikke tilbudet sportstipping. Betsson sin sportstippingplattform har levert sterke resultater over flere år, og i 2019 så selskapet at produktet kunne fungere godt som et frittstående tilbud. Betsson besluttet derfor å tilby plattformen til andre selskaper, og de fikk sin første kunde allerede i 2019 (Betsson, 2020). Siden 2019 har dette tilbudet fortsatt å vokse.

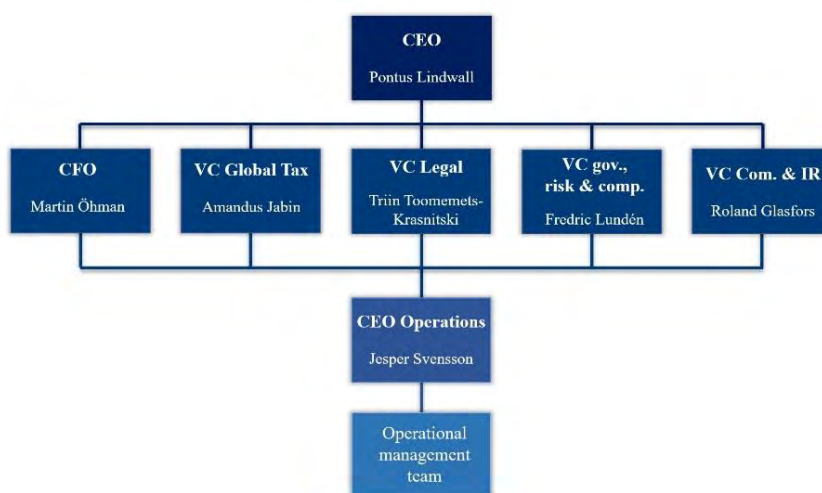
Plattformen som Betsson leverer per i dag inneholder alle funksjonalitetene som er nødvendig for å drifte en nettbasert gamblingside, slik som kundebrukere, betalinger, bonuser, CRM og Business Intelligence (Betsson, 2014). I tillegg er alle Betsson sine spill integrert i plattformen. Plattformen har blitt utviklet og oppgradert kontinuerlig siden 2010.

2.1.5 Organisasjonen

I henhold til informasjon fra Proff.se er Betsson AB et holdingselskap som eier 13 datterselskaper i flere steder av verden, hvorav noen av datterselskapene også eier flere selskaper (Proff.se, 2022). Betsson og datterselskapene har en klar struktur knyttet til selskapenes ansvarsområder. Holdingsselskapet er ansvarlig for strategi og mål, eierstyring og

internkontroll, oppkjøp og salg, samt den finansielle kommunikasjonen. Datterselskapene har ansvar for driften av det operasjonelle, som blant annet inkluderer plattformer, nettsider, merkevarer, Responsible Gaming og overholdelse av de forskjellige regelverkene (Betsson, 2022).

I figuren nedenfor kan man se hvordan ledelsen i selskapet er organisert. Selskapet har ikke publisert hvem som er en del av den operasjonelle ledelsesgruppen, men de har oppgitt at det er totalt ni ledere innenfor det operasjonelle (Betsson, 2022).



Figur 2.1 - Betsson sin organisasjonsstruktur

I dag har selskapet rundt 2000 ansatte fra 60 nasjoner, som er lokalisert på ti forskjellige steder i verden, og hovedkvarteret ligger i Malta (Betsson, 2022). I 2020 hadde selskapet ~1800 ansatte. I løpet av året ansatte de 736 mennesker, mens 498 mennesker forlot selskapet. I løpet av 2021 ansatte selskapet 832 nye mennesker samtidig som de mistet 493. Betsson hadde en personalomsetning på 28 % i 2020 og 26 % i 2021 (Betsson, 2022, s. 112).

2.1.6 Aksjonæroversikt

	Aksjonærer listet etter antall aksjer	A-aksjer	B-aksjer	Aksjer	Aksjer %	Stemmer %
1	State Street Bank And Trust Co, W9	0	10 341 546	10 341 546	7,25 %	3,62 %
2	VERDIPAPIRFONDET DNB TEKNOLOGI	0	9 548 473	9 548 473	6,69 %	3,34 %
3	Brown Brothers Harriman & Co., W9	0	7 293 565	7 293 565	5,11 %	2,55 %
4	FAMILJEN KNUTSSON MED BOLAG	3 010 000	3 490 000	6 500 000	4,55 %	11,75 %
5	Betsson AB	0	5 928 666	5 928 666	4,15 %	2,07 %
6	JP MORGAN CHASE BANK NA	0	5 403 065	5 403 065	3,79 %	1,89 %
7	BNY Mellon Na (Former Mellon), W9	0	5 131 745	5 131 745	3,60 %	1,79 %
8	PER HAMBER M FAMILJ OCH BOLAG	5 098 500	0	5 098 500	3,57 %	17,83 %
9	UBP CLIENTS ASSETS - SWEDEN	3 931 000	631 400	4 562 400	3,20 %	13,97 %
10	Försäkringsaktiebolaget, Avanza Pension	0	4 204 182	4 204 182	2,95 %	1,47 %
11	ALANDSBANKEN ABP (FINLAND), SVENSK, FILIAL	0	4 156 832	4 156 832	2,91 %	1,45 %
12	Caceis Bank, Luxembourg Branch, W8imy	0	2 919 477	2 919 477	2,05 %	1,02 %
13	Skandia Fonder	0	2 881 214	2 881 214	2,02 %	1,01 %
14	CBNY-Norges Bank	0	2 451 409	2 451 409	1,72 %	0,86 %
15	Six Sis AG, W8imy	0	2 340 423	2 340 423	1,64 %	0,82 %
16	Nordnet Pensionsförsäkring AB	0	2 157 935	2 157 935	1,51 %	0,75 %
17	BNY Mellon SA/NV (Former BNY), W8IMY	0	2 124 338	2 124 338	1,49 %	0,74 %
18	NORTHERN TRUST COMPANY, LONDON BRANCH	0	1 872 781	1 872 781	1,31 %	0,65 %
19	EuroClear Bank S.A/N.V, W8-IMY	0	1 806 590	1 806 590	1,27 %	0,63 %
20	CBNY-DFA-INT Sml Cap V	0	1 772 342	1 772 342	1,24 %	0,62 %
	Total - 20 største aksjonærer	12 039 500	76 455 983	88 495 483	62,0 %	68,8 %
	Total - 100 største aksjonærer	15 911 000	102 446 639	118 357 639	82,9 %	91,5 %
	Totalt	15 911 000	121 571 405	137 482 405	100 %	100 %

Tabell 2.1 - Aksjonæroversikt (Betsson, 2022f)

Betsson har fordelt aksjene inn i A-, B- og C-aksjer, hvor A-aksjene gir ti stemmer per aksje, og B-aksjene gir en stemme per aksje. Alle C-aksjene er eid av Betsson selv og det er kun B-aksjene som er børsnotert (Betsson, 2022).

Per 31.12.2021 var eierskapet i Betsson fordelt på 142 729 838 aksjer. Av dette var 15 911 000 A-aksjer, 121 571 405 var B-aksjer, og 5 247 433 var C-aksjer. Betsson holdt selv 681 233 B-aksjer og 5 247 433 C-aksjer. Ingen av Betsson sine aksjer blir representert på generalforsamlinger (Betsson, 2022).

Dersom man omorganiserer listen slik at den fokuserer på de 20 aksjonærene med mest stemmer vil listen endres på grunn av A-aksjene. De fem aksjonærene med mest stemmer er familiene Hamberg, Kling, Knutsson, Lindwall og Lundström. Hamberg familien innehar 3,67% av de utestående aksjene og 17,83 % av stemmene. Kling familien eier 3,2 % av de utestående aksjene og 13,97 % av stemmene. Knutsson familien eier 4,55 % av de utestående aksjene og 11,75 % av stemmene. Lindwall familien, representert av nåværende CEO og familien, eier 2,04 % av de de utestående aksjene og 7,62 % av stemmene. Lundström familien besitter 0,99 % av aksjene og 4,66 % av stemmene. Disse fem familiene besitter totalt 55,83% av stemmene i selskapet per 31.07.2022 (Betsson, 2022f) (Betsson, 2022).

Som man ser av selskapets historiske utvikling er Lindwall og Lundström de to grunnleggerne av det første selskapet som ble starten på Betsson. Hamberg- og Kling familien ble involvert etter partnerskapet som ble inngått i 1968. Dette indikerer at familiene har beholdt eierskapet fra starten av selskapets historie.

Av oversikten ser man også at selskapet har spredt eierskap fordelt på mange ulike fond, men det er allikevel de nevnte familiene som sitter på flest stemmer. Samtidig ser man at de 20 største aksjonærene eier 62 % av aksjene og 68,8 % av stemmene. De 100 største aksjonærene eier 82,9 % av aksjene og 91,5 % av stemmene.

Innsider	A-aksjer	B-aksjer	Kjøpsopsjoner
CEO, Pontus Lindwall	415 000	985 000	680 000
CFO, Martin Öhman	-	7 130	265 000
VC, Amandus Jabin	-	-	170 000
VC, Triin Toomemets-Krasnitski	-	5 889	226 000
VC, Fredric Lundén	-	-	37 500
VC, Roland Glasfors	-	24 500	-

Tabell 2.2 - Oversikt over konsernledelsen sin aksjebeholdning

Av tabellen over ser man konsernledelsen sin eierinteresse i selskapet. Betsson har ikke gitt ut informasjon om hvor mange aksjer og opsjoner den operasjonelle ledelsen eier. CEO Pontus Lindwall er tungt investert i selskapet. Utover Lindwall er eierskapet av noe varierende størrelse, men man kan se at samtlige ledere har en eierskapsinteresse i Betsson.

2.1.7 Aksjekursutvikling og utbyttepolitikk

Figur 2.2 - Utvikling i Betsson sin aksjekurs 2008-2022, hentet fra Refinitiv Eikon

I figuren over ser man aksjekursutviklingen fra 01.01.2008 til 06.09.2022. Figuren er basert på daglig prisdata hentet fra Refinitiv Eikon. Grunnen til at vi har valgt å starte tidsserien i 2008 er fordi dette er det første året etter fisjon av Net Entertainment og Cherry Casino. Dermed representerer dette starten på dagens Betsson. Fra januar 2008 frem til september 2022 har kursen utviklet seg fra SEK 11,73 til SEK 67,92, hvilket tilsvarer en avkastning på 478,95%. Frem til desember 2015 hadde selskapet en solid kursutvikling, og 31.12.2015 stod kursen i SEK 111,35. Etter toppunktet opplevde aksjen mye volatilitet og noen kraftige kursfall.

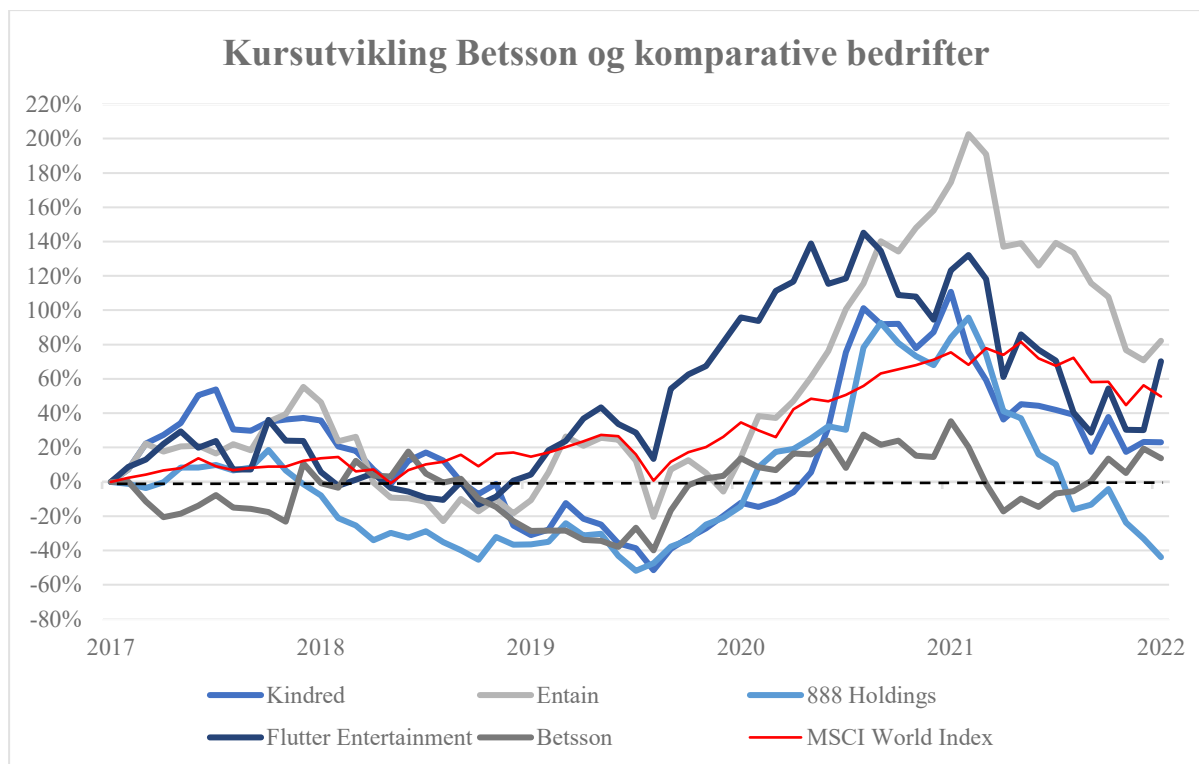
2020 var et turbulent børsår og Betsson falt fra SEK 39,01 per 02.01.2020 til SEK 23,55 per 18.03.2020. Etter bunnpunktet i mars opplevde aksjen en relativt rask rekyl, og på slutten av året stod kursen i SEK 68,19. Som følge av pandemien og nedstengningene skiftet flere av de tradisjonelle gamblerne til nettbasert gambling, vi vil gå mer i detalj på dette i kapittel 2.2 (GVR Grand View Research, 2022). Nedstengingen er en av årsakene til den raske rekylen i selskapet, men det er også viktig å merke seg at markedet som en helhet hadde en relativt rask oppgang etter det brede børsfallet i mars og april.

I starten av september 2021 kom det oppkjøpsrykter om Betsson, og kursen ble presset opp til SEK 88,38 på grunn av spekulasjoner rundt kjøpspremien som ofte tilfaller aksjer ved et oppkjøp (Eckbo, 2009). Ryktene ble raskt avskrevet og kursen falt tilbake til samme nivåer

som før ryktene. Videre ser man at aksjen faller kraftig og i november 2021 stod aksjen i SEK 48.

Etter oppkjøpsryktene var det flere hendelser som påvirket Betsson og dermed aksjekursen. Blant annet ble nåværende CEO, Pontus Lindwall, avsatt. Selskapet forklarte i en pressemelding at de ønsket en fornyelse i møte med strengere reguleringer og et mer internasjonalt marked. Lindwall skulle fungere som midlertidig CEO frem til Betsson fant en erstatter. I oktober samme år trakk selskapet vurderingen om å erstatte Lindwall etter innspill fra flere interessenter (Betsson, 2021a). Avsettelsen ble dårlig mottatt blant investorene. DNB Markets poengterte at de ikke så logikken i utskiftningen med tanke på den solide utviklingen Betsson har hatt under Lindwall, samt at de skulle inn i en periode med flere viktige hendelser (Arnell, 2021). Som nevnt gikk Betsson tilbake på denne vurderingen, men dette viste usikkerhet hos selskapet, noe som historisk sett er upopulært blant investorer (Arnell, 2021). I tillegg til dette publiserte Dutch Gaming Authority nye vilkår og regler, hvor operatørene i Nederland uten lisens måtte trekke seg ut for deretter å søke om lisens. Betsson mistet derfor en del av sitt marked da de sluttet å akseptere nederlandske kunder på sine internasjonale sider i påvente av lisens.

I 2022 er aksjen opp 23,84 % per 07.09.2022, mens OMX Stockholm 30 er ned 23,02 %. Dette kommer som følge av at Betsson har levert solide tall siden de negative hendelsene rundt selskapet. Til tross for den tapte inntekten i Nederland var selskapets inntekter opp 8 % fra 2020 til 2021. Samtidig var samtlige tall over konsensus oss flere meglerhus. Dette kan i stor grad tilskrives selskapets sterke vekst i CEECA og Sør-Amerika (Arnell, 2022b).



Figur 2.3 - Kursutvikling for Betsson og komparative selskaper, hentet fra Refinitiv Eikon

Figur 2.3 viser kursutviklingen for Betsson sammen med de komparative bedriftene og MSCI World Index over de siste fem årene. Tallene er hentet fra Refinitiv Eikon og avkastningen inkluderer utbytte. Som man ser av grafen har Betsson levert lavere avkastningen enn tre av de komparative selskapene og MSCI World Index.

Fra 2008 til 2016 hadde selskapet en utbyttepolitikk som ga styret anledning til å utbetale opp til 75 % av resultatet etter skatt. Fra 2017 og utover senket selskapet mulig utbytte til 50 % av resultat etter skatt (Betsson, 2018). Selskapet har ikke gått ut med hvorfor de endret utbyttepolitikken i 2017, men de har informert om at 2017 var et turbulent år for selskapet som førte til en reorganisering. Det er også verdt å merke seg at EBIT faller, og at EBIT-marginen reduseres med 4 % fra 2016 til 2017 (Betsson, 2018). Samtidig har selskapet hatt sterkt fokus på vekst, noe som krever kapital. Selv om Betsson har hatt en solid finansiell utvikling etter 2017 har de ikke endret tilbake utbyttepolitikken.

2.2 Bransjen

I kapittel 2.2 presenterer vi den nettbaserte gamblingbransjen. Dette er viktig informasjon som er sentralt for videre analyse. Vi vil presentere to ulike markedstyper innenfor gamblingindustrien med hovedfokus på det nettbaserte gamblingmarkedet. Det trekkes også frem andre sentrale forhold som er relevant for forståelsen av markedet.

2.2.1 Markedstyper

Gamblingindustrien er et globalt marked som har opplevd sterk vekst de siste tiårene. Industrien er preget av mange politiske og juridiske faktorer. Gambling innebærer å satse penger eller annet av verdi på en begivenhet med et usikkert utfall som ikke kan kontrolleres av spillerne, med den hensikt om å vinne penger (Marketline, 2021). Gamblingindustrien kan deles inn i to ulike markeder; tradisjonell gambling og nettbasert gambling (Business Wire, 2022).

Tradisjonell gambling

Tradisjonell gambling er det største markedet innenfor gamblingindustrien og hadde en verdi på USD 465 milliarder i 2020 (Business Wire, 2022). Tradisjonell gambling består av salg av gamblingtjenester og andre tjenester fra aktører som driver fysiske gamblingfasiliteter slik som kasinoer, videospillterminaler, bingohaller, lotterier, hesteveddeløp og tipping på sportsaktiviteter. Lotteri var i 2020 det største markedssegmentet og stod for halvparten av markedsverdien. Sportstipping er anslått til å være segmentet som vil ha størst årlig vekst frem til 2030 (Business Wire, 2022).

Tradisjonell gambling finnes i forskjellig former i de aller fleste steder av verden. Regionen Asia-Stillehavet er det største markedet med 38,2 % av markedsverdien. Markedet er også stort i Nord-Amerika og Vest-Europa, og det er predikert at Midtøsten og Øst-Europa vil være områdene som vil ha størst årlig vekst frem mot 2030 (Business Wire, 2022).

Tradisjonell gambling foregår ved at forbrukere oppsøker fysiske gamblingfasiliteter for å drive gambling i ulike kategorier slik som poker, bingo og videospill. Det er også fysiske fasiliteter som tilbyr digitale spill som videopoker og spillautomater (Marketline, 2021). Sosial interaksjon er ofte en av grunnene til at forbrukere oppsøker fasilitetene, i tillegg til andre tjenester slik som barer, restauranter og hotellrom. Gamblingfasiliteter som kasinoer er også ansett som en turistattraksjon for besøkende, der besøkende ikke bare kommer for å tjene penger, men også for opplevelsen og det sosiale aspektet (Travel Begins at 40, 2022).

Nettbasert gambling

Nettbasert gambling omfatter gambling på forskjellige internettbaserte plattformer slik som smarttelefoner, datamaskiner og andre enheter. Markedet er inndelt i ulike segmenter slik som sportstipping, kasinospill, poker, bingo og lotteri. Selskapene designer, produserer og distribuerer ulike konfigurerbare produkter, systemer og tjenester som er tilgjengelig for forbrukere gjennom selskapenes nettsider og applikasjoner (Marketline, 2022). Forbrukerne opererer på de ulike nettsidene og applikasjonene via en brukerkonto som de oppretter hos gamblingsselskapene. Gjennom brukerkontoen kan forbrukeren gjøre innskudd eller uttak av penger (Esse N Videri, 2022). Det er mulig å ha flere aktive brukerkontoer på tvers av gamblingsselskapene.

Markedet er preget av politiske og juridiske forhold, som påvirker aktører, kunder, leverandører og bransjen i seg selv. De siste årene har det blitt et større fokus på regulering av det nettbaserte gamblingmarkedet over hele verden, hvor flere land ser fordelene og mulighetene med et regulert gamblingmarked (Esse N Videri, 2022). Nettbasert gambling har hatt en sterk vekst det siste tiåret, hvilket er relatert til legalisering og et mer digitalisert marked (Cision PR Newswire, 2022). Videre i kapittel 2 er delkapitlene relatert til det nettbaserte gambling markedet.

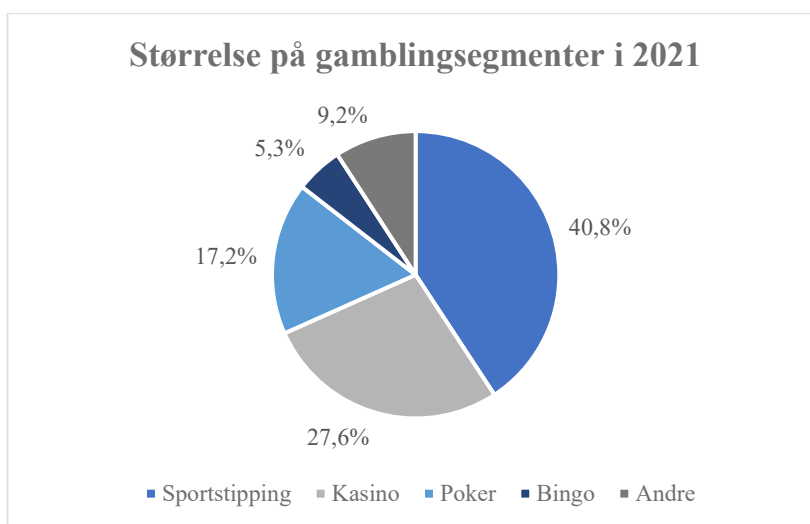
2.2.2 Markedssegmenter

De ulike segmentene i det nettbaserte markedet er fordelt innenfor B2B (*Business-to-business*) og B2C (*Business-to-consumer*). Hvorav det finnes bedrifter som kun opererer i B2B eller B2C, men det finnes også flere aktører som både opererer i B2B og B2C.

Innen B2B tilbyr aktørene i hovedsak to produkter til gamblingsselskaper. Det første produktet er utleie av sportstippingsplattformer. Her tilbyr selskapet deler av eller hele plattformen relatert til sportstipping. Andre selskaper kan dermed leie plattformen slik at de kan tilby sportstipping gjennom sine sider (Betsson, 2022). Betalingsstrukturen varierer fra avtale til avtale, men den er ofte basert på jevnlig lisensavgifter og at utleier får en del av inntekten til operatøren (Entain Group, 2022). Grunnen til at flere selskaper ikke har sin egen sportstippings-plattform er fordi det er svært ressurskrevende og komplisert å utvikle disse plattformene. For å tjene penger på sportstipping er man nemlig avhengig av at oddsen man tilbyr er økonomisk fornuftig i forhold til hendelsen. Det å bygge en plattform og et apparat som kan tilby presis odds er komplekst og krever store analyser.

Det andre produktet som tilbys innen B2B er utleie av plattformer til annen nettbasert gambling som kasino. Disse plattformene inneholder gjerne alle de nødvendige funksjonalitetene for å drifte en nettbasert gamblingside. Plattformen kan inkludere alt fra spill til kundebrukere, bonus, Business Intelligence og betalingssystem (Betsson, 2022). Noen selskaper ønsker å leie komplette plattformer, mens andre kun ønsker å leie deler av plattformen. Dette avhenger gjerne av hvor mye selskapet har utviklet på egenhånd.

B2C omfatter selskapenes tilbud direkte til forbrukerne. Dette dekker tjenestene og produktene som forbrukerne kan benyttes seg av på de ulike plattformene. Eksempelvis omfatter B2C kasino, sportstipping og poker. De største segmentene innen B2C vil bli gjennomgått i mer detalj i følgende avsnitt.



Figur 2.4 - Oversikt over gamblingsegmenter og markedsstørrelse (Marketline, 2022)

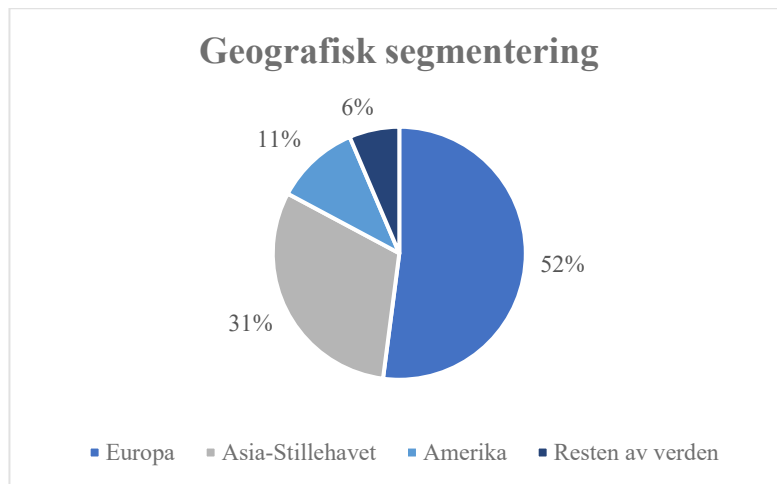
Sportstipping er det største segmentet innenfor nettbasert gambling. I 2021 hadde segmentet en verdi på USD 33,7 milliarder, noe som tilsvarer 40,8 % av markedsverdien (Marketline, 2022). Sportstipping går ut på at spilleren prøver å forutsi resultatet i en sportsaktivitet og tippe penger på resultatet både før kampen og mens kampen pågår (Entain Group, 2022). Segmentet inkluderer gambling i ulike sportsaktiviteter slik som fotball, amerikansk fotball, basketball, baseball, e-sport, hockey, sjakk, bilracing med mer. Store sportslige hendelser slik som større mesterskap påvirker kundeaktiviteten i dette segmentet. Selskapene har typisk større kundeaktivitet under mesterskap som OL, VM og EM (Betsson, 2022c)

Sportstipping har hatt en betydelig vekst gjennom årene, noe som kan knyttes til forbedret internetttilgang og nedlastningshastigheter, dette har vært en katalysator, spesielt for sportstipping i sanntid. Et nisjemarked innenfor sportstipping er tipping på fantasisport. Fantasisport går ut på at spilleren lager et virtuelt lag med utøvere fra en liga. Deretter oppnår spilleren poeng basert på de valgte utøvernes prestasjon. Ved gitte poenggrenser eller ved høyere poengsum enn konkurrentene kan spilleren vinne penger. Dette markedet har hatt høy vekst de siste årene, og det er estimert til å vokse mer i de kommende årene (Marketline, 2022).

Kasinospill er det nest største segmentet og står for 27,6 % av markedet (Marketline, 2022). Nettbasert kasino gir forbrukeren en gamblingopplevelse gjennom virtuell visualisering på nett. Aktører i markedet som driver kasinospill tilbyr samme type gamblingspill som tradisjonelle kasinoer slik som blackjack, spillautomater, rulett og bingo. Utfallet i de ulike spillene er basert på en algoritme, noe som gjør at utfallet blir tilfeldig og ikke kan predikeres. Forbrukere kan enten spille mot en maskin eller mot andre spillere (Untamed Science, 2022). Store deler av nettbasert kasinospill er spillautomater ettersom dette er svært populære spill som er enkle for kundene å forstå (Betsson, 2022).

Poker er et stort segment innenfor markedet og står for 17,2 % av markedsverdien i 2021 (Marketline, 2022). Nettbasert poker tilbyr samme spilleregler og opplevelse som tradisjonell poker, men via internett. Segmentet har opplevd vekst de siste årene, noe som blant annet skyldes at opplevelsen ligner tradisjonell poker (Marketline, 2022). I tillegg har nettbasert poker en lavere terskel for forbrukerne ettersom spillet krever en lavere innsatssum og at man ikke må møte opp fysisk. Spillere kan melde seg på turnering hvor de må betale en liten sum for å være med, og man spiller mot mange andre spillere. Slike turneringer er populære blant forbrukere, og tiltrekker nye forbrukere til å prøve ut gambling (Betsson, 2022a).

2.2.3 Markedsområder



Figur 2.5 - Oversikt over geografiske regioner og markedsstørrelse (Marketline, 2022)

Det nettbaserte gamblingmarkedet strekker seg globalt over alle verdensdelene. Europa er den største regionen i markedet og stod 52 % av markedsverdien i 2021 (Marketline, 2022). Sportstipping er det dominerende segmentet i Europa og omfattet nærmere halvparten av markedet i 2021. Mange sportsaktiviteter, slik som fotball, er populært i Europa og interessen for sportstipping har økt betraktelig, hvilket er en av grunnene til markedsveksten i Europa. Det er prognosert at regionen vil ha en årlig vekst på 7,4 % frem til 2026. Den estimerte årlige vekstraten i Europa er lavere enn eksempelvis USA. Grunnen til at veksten i Europa begynner å avta er at markedet er mer modent (Marketline, 2022).

Asia-Stillehavet er den nest største regionen for nettbasert gambling med 31 % av markedsverdien. Asia-Stillehavet anses likevel som en fremvoksende region. Markedsverdien hadde en årlig vekst på 11,4 % fra 2016 til 2021. Veksten i markedet knyttet til at regionen har opplevd digitalisering gjennom forbedret internettilgang, høyere digital kompetanse og større tilgjengelighet av smarttelefoner og datamaskiner til innbyggerne. Det er prognosert at Asia-Stillehavet vil ha en årlig vekst på 8,9 % frem til 2026 og oppnå en markedsverdi på USD 38,8 milliarder (Marketline, 2022).

Nord-Amerika er et stort marked innenfor nettbaserte gambling og stod for 11 % av markedsverdien i 2021 (Marketline, 2022). USA er en fremvoksende region, hvor det tidligere kun var lov å drive tradisjonell gamblingvirksomhet. Før 2018 var det nemlig ikke lov å tilby sportstipping og nettbasert gambling i noen stater, utenom Nevada. Dette var bestemt av nasjonal lov. I 2018 omgjorde den amerikanske Høyesterett loven, slik at hver stat selv kunne regulere gamblingmarkedet (The Guardian, 2018). De siste årene har flere og flere stater tillatt

nettbasert gambling. Mot slutten av 2021 var det over 30 stater som hadde regulert og legalisert sportstipping. Det er også et økende antall stater som legaliserer nettbasert gambling i sin helhet (Entain Group, 2022).

Et annet marked i Amerika som kan bli viktig å årene som kommer er Canada, med over 38m innbyggere (Worldometer, u.å.). I juni 2021 vedtok parlamentet i Canada en lov som tillater hver enkelt provins å selv bestemme hvordan de ønsker å regulere gambling (Betsson, 2022, s. 51). Canadas største provins Ontario, satt opp et regulert marked for nettbasert gambling som ble klart 04.04.2022 (Betsson, 2022c).

Det er også flere land i Latin-Amerika som allerede har implementert reguleringer av markedet gjennom lisenser, og det er flere land som vurderer å sette opp et lisenssystem i nær fremtid. Befolkningen i Latin-Amerika ble målt til ~666,7 millioner i september 2022, som vil si at dette er et potensielt stort marked (Worldometer, 2022). Samlet sett er Nord-Amerika prognosert til å ha en årlig vekst på 17,7 % frem til 2026 (Marketline, 2022).

2.2.4 Konkurransen i markedet

Det er stor konkurranse i det nettbaserte gamblingmarkedet, men markedet er relativt konsentrert (Business Wire, 2022). Det er mange selskap som driver med nettbasert gambling, men de ti største aktørene i markedet stod for 23,15 % av det totale markedet i 2020. Dette er blant annet et resultat av at de større aktørene har drevet med oppkjøp i flere år. Som figuren under viser er Flutter Entertainment den største aktøren i markedet med en markedsandel på ~6 %. De tre største aktørene har mer enn dobbelt så stor markedsandel som de syv neste aktørene. Aktører slik som 888 Holdings, International Game Technology og Betsson har relativt lik markedsandel på ~1% (Business Wire, 2022).

Topp 10	Selskap	Verdi (MUSD)	Markedsandel
1	Flutter Entertainment	\$ 4 653,66	6,06 %
2	Bet365 Group	\$ 3 686,06	4,80 %
3	Entain	\$ 3 578,55	4,66 %
4	Kindred Group	\$ 1 505,14	1,96 %
5	William Hill	\$ 1 190,29	1,55 %
6	888 Holdings	\$ 814,01	1,06 %
7	International Game Technology	\$ 790,97	1,03 %
8	Betsson	\$ 737,21	0,96 %
9	DraftKings	\$ 468,44	0,61 %
10	Betfred	\$ 353,25	0,46 %

Tabell 2.3 - Topp 10 største aktører i markedet (Business Wire, 2022)

I markedet er det stort fokus på å ta og opprettholde markedsandeler, noe som kan være utfordrende ettersom de fleste aktører tilbyr samme tjenester slik som sportstipping, kasinospill, poker og lotteri. For å differensiere seg fra andre fokuserer aktørene på kontinuerlig innovasjon, samt fusjoner og oppkjøp for å ekspandere deres markedsandel og for å oppnå konkurransefortrinn. Gjennom oppkjøp kan aktører få tilgang til teknologi, nye og attraktive kundegrupper og lisenser (Business Wire, 2022). Konkurransen i markedet vil bli analysert i detalj i delkapittel 4.2.2.

2.2.5 Reguleringer

Gamblingmarkedet er et kontroversielt marked, hvor land rundt om i verden har ulike holdninger til gamblingvirksomhet. Verdens helseorganisasjon (WHO) har utpekt spillavhengighet som en medisinsk lidelse (Abbott, 2017). Et større fokus på reguleringer har preget gamblingmarkedet de siste tiårene, hvor myndigheter ønsker å få bedre kontroll på markedet. Hvert land har ulike metoder for hvordan de ønsker å regulere markedet. Vi skiller det nettbaserte gamblingmarkedet i regulerte og uregulerte markeder (Esse N Videri, 2022).

2.2.5.1 Regulerte markeder

I regulerte markeder må aktørene anskaffe lokal lisens for å drive gamblingvirksomhet. Operatørene må søke om lokal lisens, og denne gir de tillatelse til å operere i markedet innenfor en satt tidsperiode (Gambling Commission, u.å.). Myndighetene regulerer markeder for å ha bedre kontroll på verifisering av aktører, sikre skatteinntekter, restriksjoner av markedsføring og bonustilbud, samt gi aktører mer forutsigbarhet innenfor juridiske områder (Deloitte, u.å.). Reguleringer i markedet blir også gjennomført for å beskytte forbrukere. Forbrukerne beskyttes ved å sette høyere standarder til aktørene slik at det er mindre risiko for økonomisk tap, svindel og problemspill (Esse N Videri, 2022). Eksempler på regulerte markeder er Australia, Italia, Argentina, England og Colombia. Det er krevende for aktørene å operere i regulerte markeder, da hvert enkelt marked har forskjellige lover som selskapet må forholde seg til.

Det er flere forhold som er karakteristiske for regulerte markedet. For det første, har forbrukerne gjerne et klageorgan som bistår dersom det er uenigheter mellom gamblingsselskapet og spilleren. For det andre, blir ofte gamblingsselskapene revidert av tredjeparter som sørger for algoritmene randomiserer gevinsten, og at kundene blir behandlet på en rettfærdig måte. Videre er det ofte krav til at selskapene må ha klare skiller mellom kundenes penger og deres egne midler (Esse N Videri, 2022). Til slutt ønsker vi å trekke frem

at selskapene må følge visse markedsføringsstandarder, hvilket er effektivt for å forhindre avhengighet (Burns, 2018). Generelt stilles det mer krav til selskapene som opererer i regulerte markeder, men dette øker også tilliten til selskapene (Gambling Commission, u.å.) (Esse N Videri, 2022).

2.2.5.2 Uregulerte markeder

I uregulerte markeder stilles det ikke krav om lisenser til aktørene, og myndighetene har ikke tatt stilling til landets regulering av nettbasert gambling. Her kan et hvert selskap åpne plattformen sin for de potensielle kundene i markedet, både selskaper som ikke har noen lisenser, men også selskaper som opererer under offshore lisens (Esse N Videri, 2022). Offshore lisens kan eksempelvis oppnås i Malta. Selskapene kan dermed bruke denne lisensen til å operere i land som ikke krever lokal lisens, og de betaler dermed skatt til eksempelvis Malta, og ikke landet de opererer i.

For forbrukeren vil det være større risiko å spille hos en aktør som ikke har lisens. Aktører i slike markeder har ikke krav om å opprettholde en viss standard på sine tjenester. I uregulerte markeder er det dermed større risiko for mer tvilsom aktivitet slik som operatørvindel, betalingsproblemer, falske bonustilbud og økonomisk tap gjennom manglende utbetalinger. Aktører kan tilby uverifiserte produkter og tjenester som gir mulighet for kampfiksing, oddsmanipulasjon og annen cyberkriminalitet (Esse N Videri, 2022). Lisenser og markedsreguleringer blir forklart nærmere i kapittel 2.3 og 4.2.

2.2.6 Markedets fremtidsutsikter

Gamblingindustrien er stadig i endring, med fremvoksende markeder spesielt i regionene Amerika og Asia-Stillehavet. Nettbasert gambling er prognosert til å ha en årlig vekst på 11,7 % fra 2022 til 2030 (GVR Grand View Research, 2022). Etter COVID-19 pandemien har forbrukere fått et skiftende fokus mot nettbasert gambling, noe som sannsynligvis vil påvirke veksten i markedet fremover (Henwood & Birkin, 2022).

I Europa er det estimert at veksten vil være lavere ettersom flere land går inn i en modenhetsfase. De fremvoksende markedene i Nord-Amerika og Asia-Stillehavet er forventet å ha en høyere årlig vekstrate enn Europa med 17,7 % og 8,9 % frem til 2026 (Marketline, 2022). I USA skyldes veksten de nevnte regulatoriske endringene. I Asia er forbedret internettilgang, mer digitalisering, større tilgjengelighet av smarttelefoner og datamaskiner, samt økende disponibel realinntekt faktorer som ligger til grunn for den store veksten (Marketline, 2022).

Gambling på mobiltelefoner har sett en betraktelig økning de siste årene. Grunnen til dette er den økte tilgjengeligheten og sterke internettpenetrasjonen i markedet. Mobilsegmentet er forventet å være det raskeste voksende segmentet innenfor nettbasert gambling, med 18,1 % vekst frem til 2026 (Marketline, 2022). Mer digitalisering har gjort at flere unge prøver ut gambling gjennom smarttelefoner, og dette kan bidra til at en ny markedsgruppe får interesse for gambling. Sportstipping er den vanligste formen for gambling via mobiltelefon, og sportstipping er prognosert til å ha en årlig økning på mer enn 10 % frem til 2028 (GVR Grand View Research, 2022). Digitalisering, legalisering og bedre tilgang på internett gir gode vekstmuligheter for nettbasert gambling i fremtiden (GVR Grand View Research, 2022).

2.3 Makro forhold

I dette kapitlet vil vi presentere diverse makroforhold som påvirker det nettbaserte gamblingmarkedet og Betsson. Vi vil bruke PESTEL-rammeverket, og vi vil ta for oss følgende faktorer: *politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske* (Erichsen, Solberg, & Stiklestad, 2018). Forholdene som blir presentert vil være faktagrunnlaget for den strategiske analysen i kapittel 4.2.

2.3.1 Politiske forhold

Politiske forhold innebærer reguleringer og andre politiske beslutninger som vil påvirke bransjen. Forholdene påvirker i den forstand hvordan selskap kan drive sin virksomhet, samtidig som de påvirker bransjens muligheter for vekst (Erichsen, Solberg, & Stiklestad, 2018).

Myndighetsreguleringer

Aktører i bransjen opererer i ulike markeder rundt om i verden, hvor land har ulike krav og reguleringer. Det er blitt et større behov for å regulere markedet slik at hvert land har mer kontroll, men det er fortsatt uklarhet rundt hvordan reguleringer skal påvirke markedet og den sosiale balansen i land (Deloitte, u.å.). Offentlige inntekter fra gambling er i dag en relativt stor bidragsyter i flere land sine økonomier (Fiedler, 2018). Land kan generere inntekt fra gambling på flere måter:

- 1) Tilby gambling som statlig monopolist
- 2) Motta avgifter fra lisenser
- 3) Spesialskatte
- 4) Regulerte selskapsskatte rettet mot gamblingsselskapene

- 5) Inntektsskatt fra de ansatte
- 6) Skatt på spilleres gevinst

Hvert land har ulike måter for hvordan de ønsker å regulere markedet, og det er ofte statlige myndigheter som håndhever og overvåker markedet (Esse N Videri, 2022). I Sverige er det for eksempel Spelinspektion som har myndighet til å regulere gamblingmarkedet, mens i Storbritannia er det Gambling Commission som regulerer markedet. Disse organene har fått ansvaret fra statlige myndigheter til å regulere markedet med den hensikt å ha kontroll på virksomhetene som opererer i markedet (PwC, 2021). Lands regulering av nettbasert gambling varierer, og selskapene må forholde seg til mange ulike regulatoriske forhold. Eksempelvis trekker Pontus Lindwall frem i et intervju at noen land legger mange restriksjoner på gambling selskapene med lisens. Dette kan blant annet være restriksjoner knyttet til bonusordninger og markedsføring. Restriksjoner kan lede til at forbrukeren anser bonusordningen fra uregulerte selskap mer attraktive, og at de derfor søker mot uregulerte selskaper (Evans, 2022). Av den grunn kan noen restriksjoner også virke mot sin hensikt.

Lisenser

Flere land er blitt mer regulerte, noe som innebærer at det settes krav til at aktører i markedet anskaffer lokal lisens for å drive gamblingvirksomhet (Esse N Videri, 2022). Besittelse av lokal lisens innebærer at aktøren betaler skatt til det landet de opererer i, og at de blir pålagt lokale krav og standarder (Gambling Commission, 2022a). Gjennom dette vil en aktør drive gamblingvirksomhet lovlig i markedet, noe som gjør de til en pålitelig aktør som forbrukerne kan stole på. Dersom et land blir regulert og krever lisens må aktører som ikke har lokal lisens stanse driften i markedet (Esse N Videri, 2022). Anskaffelse av lokal lisens innebærer en prosess for å se om aktøren er kvalifisert og egnet til å inneha lisens. For å oppnå lisens må selskapene søke til organet som holder dette mandatet i landet. Videre vil dette organet vurdere ulike faktorer hos aktøren (Gambling Commission, u.å.):

- (1) Aktørens økonomiske stabilitet, integritet og ansvar
- (2) Kvaliteten og sikkerheten til aktørens nettbaserte spillplattform og relaterte programvarer
- (3) Aktørens historie
- (4) Aktørens evne til å drive sin spillvirksomhet på en sosialt ansvarlig måte
- (5) Effekten aktøren vil ha på konkurransen i markedet

Det er ikke gitt at en aktør kan oppnå lisens. Organet som har ansvar for regulering av markedet, kan nemlig avslå søknaden. De har også myndighet til å suspendere aktive lisenser, ilegge bøter eller kreve at kunder blir suspendert fra virksomheten (Draftkings, 2021).

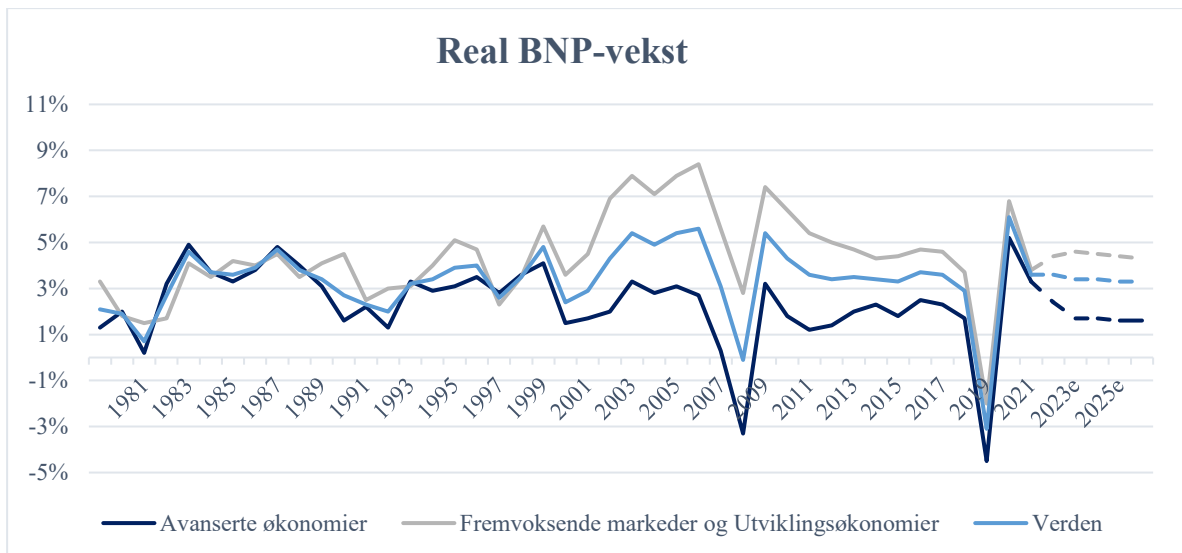
Gamblingselskaper kan også drive virksomhet med offshore lisens. Offshore lisens innebærer at en aktør benytter denne lisensen for å åpne plattformene sine for kunder fra uregulerte markeder. De fleste globale gamblingselskapene bruker slike lisenser. Offshore lisenser er gyldige i markeder hvor lokale reguleringer ikke forbyr aktører å bruke slike lisenser. Anskaffelse av offshore lisens er ofte mer beleilig enn lokale lisenser, mindre kostbart og mer tidsbesparende. For å anskaffe offshore lisens må aktører fremlegge en forretningsplan, beskrivelse av produkter og tjenester de tilbyr, teknologisertifikater og bevis på finansiering og utvikling. Risikoen ved å ha offshore lisenser er at flere land innsetter krav til lokale lisenser og dermed ikke aksepterer offshore lisenser. Hvis en aktør ikke har lokal lisens vil de da operere ulovlig i markedet med offshore lisens (Esse N Videri, 2022).

2.3.2 Økonomiske forhold

Betsson og bransjen er generelt globalt diversifisert, og det gjennomsnittlige selskapet operer i mange forskjellige land. Grunnet oppgavens begrensning og formål har vi ikke anledning til å gå nærmere inn på alle de relevante landene sine økonomiske forhold. Vi har derfor et mer overordnet perspektiv på de valgte faktorene. I følgende avsnitt trekker vi frem forholdene BNP-vekst, inflasjon, styringsrenter, valutakurser og kjøpekraft.

BNP-vekst

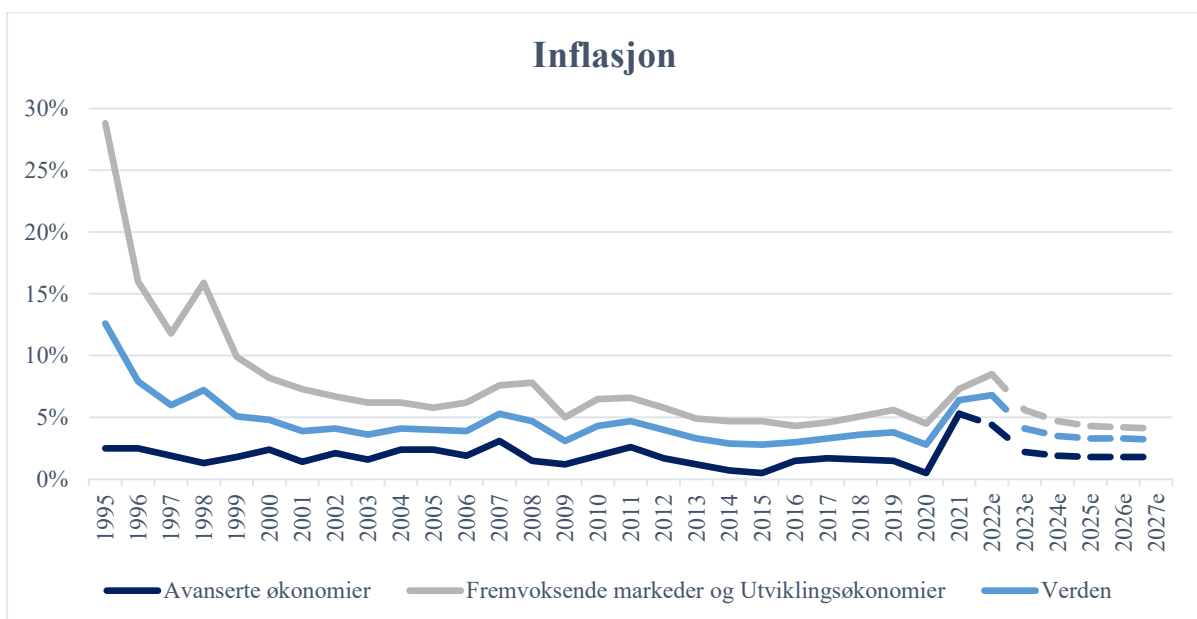
Real BNP-vekst er den mest brukte variabelen for å måle lands økonomiske aktivitet. Som man ser av grafen under har IMF delt opp utviklingen i avanserte økonomier, fremvoksende markeder og utviklingsøkonomier, og hele verden. Fremvoksende markeder og utviklingsøkonomier omfatter Latin-Amerika, Afrika, deler av Europa og store deler av Asia. Avanserte økonomier dekker blant annet Nord-Amerika, store deler av Europa, Australia, Sør-Korea, Japan og Taiwan (IMF, 2022b).



Figur 2.6 - Real BNP-vekst (IMF, 2022b)

Nettbasert gambling finnes i svært mange land innen de nevnte kategoriene. Det er derfor relevant å se på den økonomiske aktiviteten som en helhet. Som man ser av grafen har fremvoksende markeder og utviklingsøkonomiene i gjennomsnitt hatt høyere BNP-vekst enn de avanserte økonomiene over en lang periode. Det er også estimert at dette vil fortsette i årene som kommer. I tillegg prognoserer IMF at real BNP-vekst vil falle i de avanserte økonomiene frem til 2023, hvor den deretter vil flate ut de neste tre årene (IMF, 2022b). Det er dog viktig å trekke frem at real BNP-vekst ikke er estimert til å være negativ de nærmeste årene.

Inflasjon



Figur 2.7 - Utvikling i inflasjon 1995-2027 (IMF, 2022a)

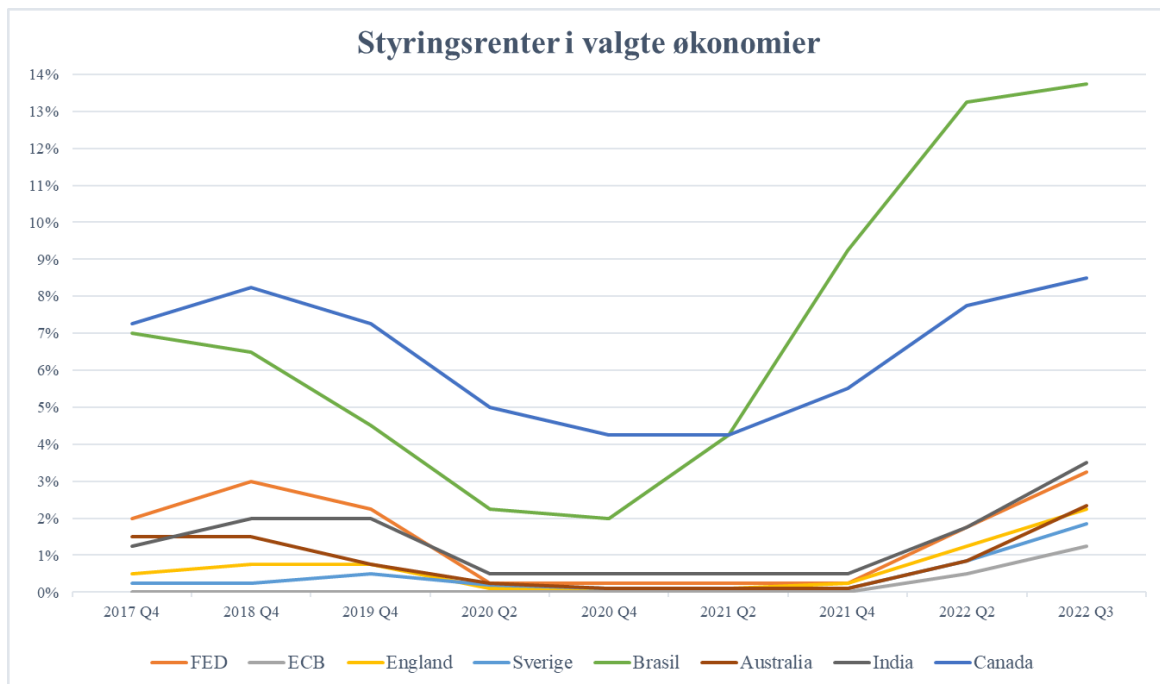
IMF presiserer at krigen i Ukraina er en viktig faktor som gjør at de ikke regner med at inflasjonen vil flate ut på kort sikt. Som man ser av grafen over er det forventet at inflasjonen vil flate ut mot slutten av 2023. Krigen vil blant annet ha en effekt på priser relatert til råvarer, olje- og gass, og matvarer. I 2022 er det estimert at inflasjonen vil være 4,4 % i avanserte økonomier, og 8,5 % i fremvoksende markeder og utviklingsøkonomier. I 2023 predikerer IMF at inflasjonen er 2,2 % i avanserte økonomier og 5,6 % i fremvoksende markeder og utviklingsøkonomier, men det understrekes i rapporten at det er usikkerhet knyttet til disse estimatene (IMF, 2022c, s. 11).

Energi- og matvarepriser har hatt stor påvirkning på inflasjonen i 2021 og 2022. I flere steder av verden har matvareprisene blitt høyere på grunn av dårlige værforhold, samt høyere olje- og gasspriser. Høyere olje- og gasspriser er et resultat av et presset tilbud gjennom flere år med mindre investeringer, og geopolitisk usikkerhet (IMF, 2022c, s. 12).

Økte matvarepriser påvirker land på forskjellige måter avhengig av hvilke matvarer som er typiske for de ulike landene. Krigen i Ukraina og sanksjonene mot Russland og Hviterussland forsterker inflasjonen i matvareprisene, da dette påvirker både mattilbudet og innsatsfaktorer, som gjødsel. IMF estimerer at inflasjonen i matvarer vil være høy gjennom 2022, og deretter flate ut i løpet av 2023 (IMF, 2022c, s. 12).

En annen viktig faktor i 2021 og 2022 er ubalanse mellom tilbud og etterspørsel i flere produkter. Dette kommer som følge av at flere flaskehalsar reduserer tilbudet. Disse flaskehalsene kommer både som et resultat av COVID-19, men også av andre grunner. Dette er eksempelvis stengte fabrikker, restriksjoner i havner, mangel på containere, overbelastede fraktruter, og mangel på arbeidere som følge av karantene. Det er forventet at disse problemene vil bli mindre i 2022, men det vil fortsatt være noen forhold som fortsetter ut i 2023. Dette kommer blant annet som følge av Kina sin nulltoleranse for COVID-19, krigen i Ukraina, og sanksjonene mot Russland og Hviterussland (IMF, 2022c, s. 12).

Renter

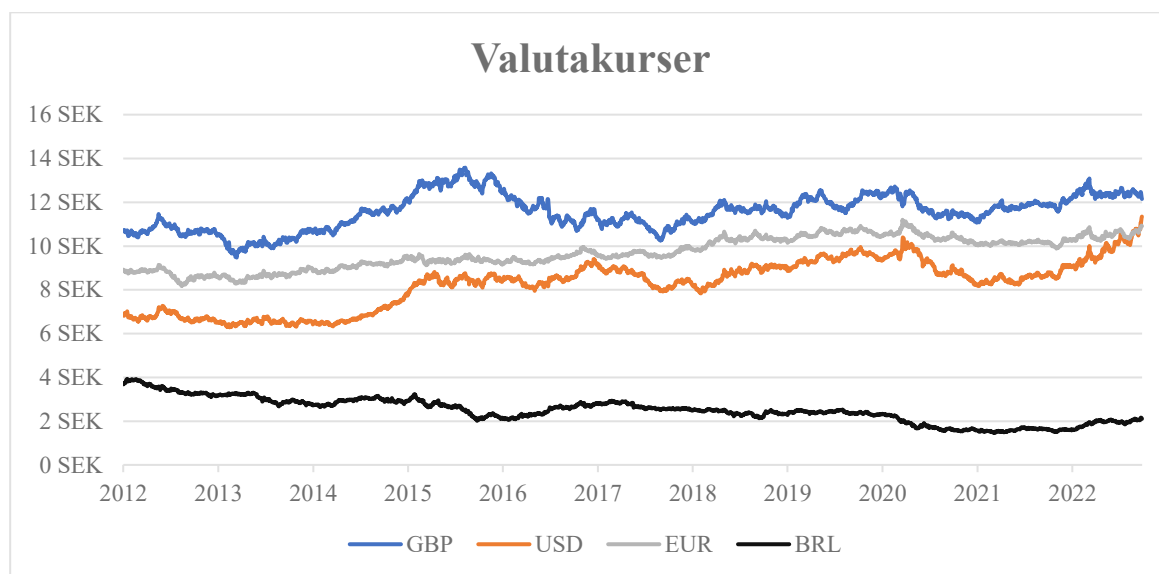


Figur 2.8 - Utvikling i styringsrenter for utvalgte økonomier, hentet fra Refinitiv Eikon

Pengepolitikken strammes inn og styringsrenten er på vei oppover i mange økonomier. Styringsrenten har stor påvirkning på de kortsiktige rentene i pengemarkedet, samt bankers utlåns- og innskuddsrente (Norges Bank, 2020). Det er per nå usikkert hvor mye pengepolitikken må strammes inn for å få kontroll over inflasjonen. Sentralbanksjefen i USA har uttalt at det eneste alternativet for å bekjempe inflasjonen er å heve styringsrenten, og at de er villige til å akseptere en vekst under trend i en periode. Det er ikke kun i USA hvor sentralbanken strammer inn pengepolitikken (SSB, 2022a, s. 5). Som man ser av grafen over er styringsrenten allerede justert opp hos samtlige av de nevnte sentralbankene.

Når sentralbankene øker rentene vil dette, teoretisk sett, redusere inflasjonen, men dette vil også kunne føre til lavere økonomisk aktivitet, høyere arbeidsledighet og lavere lønninger (IMF, 2022). SSB poengterer at det er risiko knyttet til innstramming av pengepolitikken, da en sterk justering vil kunne lede til en kraftig korreksjon i finansmarkedene og potensielt en langvarig nedgangskonjunktur (SSB, 2022a, s. 5). Som nevnt er det også faktorer som påvirker inflasjonen som er utenfor sentralbankenes kontroll, eksempelvis krigen i Ukraina. Det vil si at det ikke er gitt at sentralbankene får kontroll på inflasjonen med hjelp av sin pengepolitikk.

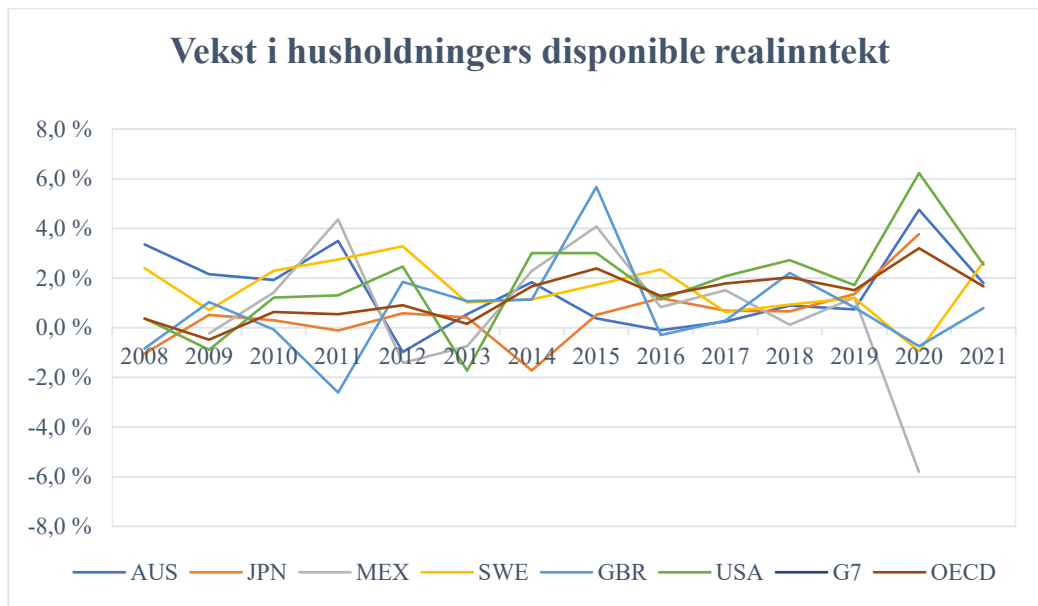
Valutakurser



Figur 2.9 Valutakurser, hentet fra Refinitiv Eikon

Det er mange valutaforhold som har betydning for bransjen, og det er vanskelig å trekke frem noen da selskapene har forskjellig lokalvaluta. I figuren over ser man utviklingen i diverse valutaer mot den svenske kronen. Vi har valgt å trekke frem GBP, USD, EUR og BRL. Dette er noe av de mest relevante valutaene for Betsson. Som man ser av grafen over har SEK variert relativt mye mot de valgte valutaene over perioden, og dette har påvirket selskapene som er eksponert mot SEK. Det er mange forhold som påvirker valutakurser slik som inflasjon, renter, handel, pengepolitikk, økonomisk aktivitet og generelt geopolitisk usikkerhet (Caman Currency Exchange, 2020). Med hensyn til de økonomiske forholdene som allerede er diskutert kan man anta at det vil være mange forhold som påvirker valutakursene fremover, og med tanke på usikkerheten i estimatene kan det også komme uventede bevegelser i valutamarkedet.

Kjøpekraft



Figur 2.10 - Vekst i disponibel realinntekt for husholdninger (OECD, 2022)

Disponibel inntekt er lik differansen mellom lønn, formuesinntekter, offentlige stønader, blandet inntekt og andre inntekter på den ene siden, og formuesutgifter, skatter og andre utgifter på den andre siden (SSB, 2022). Grafen over viser endringen i disponibel realinntekt fra år til år, beregnet av OECD. Faktorer som i stor grad påvirker disponibel realinntekt er lønn, avgifter, overføringer, renteutvikling, skatt og inflasjon. For at kjøpekraften skal øke fra år til år må lønnsutviklingen være høyere enn utviklingen i kostnadene (Forskerforbundet, u.å.).

Vi har valgt å se på tall fra landene inkludert i OECD og G7, noe som er relativt dekkende for det nettbaserte gambling markedet. Vi har også trukket frem tall fra Australia, Mexico, Sverige, England og USA. Som man ser av grafen, har G7 og OECD landene vekst i disponibel realinntekt alle år utenom 2013 og 2009. Av grafen kan man også se at vekstraten varierer fra land til land (OECD, 2022). Et annet viktig forhold som vi ønsker å trekke frem er at flere økonomier har opplevd en synkende vekst fra 2020 og frem til 2021.

I 2022 preges internasjonal økonomi av krigen i Ukraina, globale forsyningskjedeproblemer, energikrise, nedstengte havner i Kina, svak etterspørsel, samt en verdensomspennende levekostnadskrise (SSB, 2022a, s. 3). SSB trekker også frem at vedvarende høy inflasjon og utsikter for høye renter kan trekke flere steder av verden inn i et stagflasjonsforløp, hvor veksten er svak samtidig som inflasjon er høy (SSB, 2022a, s. 3). Alt i alt tyder dette på at

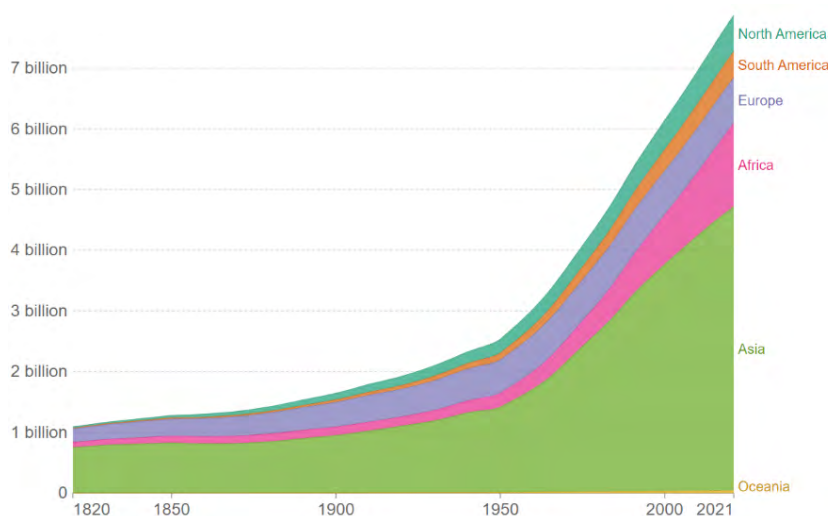
veksten i disponibel realinntekt kan bli svekket i flere land i tiden fremover, men det er vanskelig å vite hvor langvarige de nevnte problemene blir.

2.3.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold omhandler normer, verdier og karakteristikk hos befolkningen innenfor det geografiske området som selskapet opererer i (Hill & Jones, 2013). Betsson er et globalt selskap som opererer over flere verdensdeler med varierende sosiokulturelle forhold. På et overordnet perspektiv ønsker vi å trekke frem befolkningsvekst, COVID-19, avhengighet, holdninger og sportslige arrangementer.

Befolkningsvekst

Figur 2.11 fremviser utviklingen i verdens befolkning fra 1820 og frem til i dag. Asia er den største verdensdelen og står for rundt 60 % av befolkningen i verden. Den nest største verdensdelen er Afrika, som har 17,5 % av befolkningen. I Europa, Latin-Amerika, Nord-Amerika og Oseania er befolkningsandelen følgende: 10 %, 8,4 %, 4,7 % og 0,6 % (Statista Research Department, 2022).



Figur 2.11 - Befolkningsvekst i verden 1820-2021 (Worldometer, 2022)

FN sin årlige befolkningsrapport viser at verdens befolkningen stadig vokser, men at tempoet avtar. I 2020 var veksten på under 1 % per år, noe som er første gang siden 1950. FN anslår at befolkningen vil være på ~8,5 milliarder i 2030 og ~9,7 milliarder i 2050. Undersøkelsen trekker også frem at forventet levealder øker, og at den i 2019 var på 72,8 år på globalt nivå. Det fremheves også at levealder er forventet å øke enda mer frem mot 2050, men at de minst utviklede landene vil ligge under gjennomsnittet (UN, 2022).

I Afrika, og i deler av Latin-Amerika og Asia, har andelen av befolkningen som er yrkesaktive økt, spesifikt mennesker mellom 25 og 64 år. Et slikt skifte i befolkningen gir gode muligheter for økt økonomisk vekst per innbygger. Middelklassen i flere steder av verden vokser. Spesielt i mange steder av Asia og Latin-Amerika (World Bank Group, 2021) (Bonnet & Kolev, 2021). Middelklassen er den gruppen som har høyest konsum i verden (Wallach, 2022). Befolkningsvekst kombinert med en økende arbeidsstyrke og en økende middelklasse fører i seg selv til et større marked med flere potensielle kunder (Crowdstrike, 2022).

COVID-19

Pandemien som har preget verden de siste årene, har hatt en sterk påvirkning på gamblingindustrien. Nedstenging av samfunnet gjorde at tradisjonell gambling ble kraftig redusert som følge av at spillesteder slik som kasinoer, bingohaller, barer, hestevaddeløpsbaner, poker og lotteriforhandlere ble tvunget til å stenge (Marketline, 2021). Flere aktører og forbrukere har som følge av dette fått et skiftende fokus mot nettbasert gambling. Dette har medført en økning i gambling gjennom smarttelefoner og datamaskiner (Marketline, 2021).

Under pandemien i 2020 avtok industriveksten. Redusert kjøpekraft hos forbrukerne førte til en reduksjon i utgifter til underholdning slik som nettbasert gambling. I tillegg ble sportsbegivenheter kansellert over hele verden, noe som reduserte inntektsveksten for aktørene i markedet. Dette ble spesielt merket på nettbasert gambling, ettersom sportstipping segmentet står for nærmere halvparten av verdien i markedet (Marketline, 2021).

Etter gjenåpningen av samfunnet og gjenopptakelse av sportsaktiviteter så har etterspørselen etter nettbasert gambling fortsatt å øke (GVR Grand View Research, 2022). De kommende årene vil vise om det skiftende fokuset fra tradisjonell til nettbasert gambling blir en varig trend blant forbrukere, eller om forbrukervanene reverseres til slik de var før pandemien.

I henhold til undersøkelser fra H2 Gambling Capital falt gambling inntektene fra tradisjonell gambling i Europa med 32 % fra 2019 til 2020, samtidig som nettbasert gambling hadde en vekst på ~17 %. På et globalt nivå estimerer H2 at nettbasert gambling står for 23,3 % av de totale gambling inntektene, men at det vil stå for 29 % i 2026. I Europa, som er det mest modne markedet, estimerer H2 at nettbasert gambling vil utgjøre 37,4 % i 2022, og 43,5 % i 2026 av det totale gambling markedet (Henwood & Birkin, 2022). En undersøkelse fra McKinsey viser at verden, allerede før pandemien, ble mer og mer digital, samt at forbrukerne skiftet mer av konsumet til nettbaserte kanaler. Undersøkelsen viser også at pandemien har økt hastigheten i

den teknologiske utviklingen over hele verden. McKinsey trekker frem at det har vært et fall i bruk av digitale kanaler fra de største nedstengningene, men at bruken fortsatt er på et høyere nivå enn før pandemien (Hajro et.al., 2021).

Avhengighet

For de fleste er gambling en givende tjeneste, men det er en liten del av brukerne som utvikler spillavhengighet. Som nevnt tidligere har spillavhengighet blitt utpekt som en medisinsk lidelse. Avhengighet kan føre til at gamblingen blir et stort problem for individet. Eksempelvis kan man blant annet kan lide store finansielle tap, miste jobb, få helseproblemer og ødelegge personlige forhold (Healthdirect, 2020).

Flere undersøkelser indikerer at nettbasert gambling kan være mer avhengighetsskapende enn tradisjonell gambling, noe som betyr at sosialkostnaden er høyere ved nettbasert gambling enn tradisjonell gambling (Fiedler, 2018). En faktor som påvirker avhengighet, er tilgjengelighet. Nettbasert gambling er tilgjengelig hele døgnet både via smarttelefon og andre enheter med tilgang på internett. Dette gjør det enklere for brukere og spille mer, uavhengig av lokasjon. I tillegg til dette er man anonym når man spiller på nett, og det er enklere å gjemme avhengighetsskapende-vaner ovenfor mennesker med nære relasjoner (Fiedler, 2018). Dette må dog ses i sammenheng med at spillerne som trekkes mot nettbasert gambling gjerne er yngre menn. Yngre menn har i gjennomsnitt høyere appetitt for risiko. Det vil si at det ikke nødvendigvis er spillene som er mer avhengighetsskapende, men at kundegruppen er mer mottakelig for avhengighet (Fiedler, 2018).

Det er også viktig å merke seg at nettbasert gambling gir aktørene tilgang på mer data. De større aktørene bruker denne dataen aktivt og har økt fokuset på verktøy som kan forhindre spillere fra å bli avhengig. Dette ser man blant annet gjennom Betsson sin satsing på Responsible Gaming (Betsson, 2022). Når man leser årsrapportene til de store selskapene i bransjen ser man at lignende satsinger er gjennomgående. Det er uansett viktig å merke seg at spillere enkelt kan bytte plattform. Det vil si at dersom man blir utestengt hos et selskap kan man starte å spille hos andre.

Holdninger

Graden av hvorvidt samfunnene som selskapene opererer i anser gambling som moralsk akseptert vil påvirke størrelsen på markedet. Dersom større deler av markedet har et negativt syn på gambling, vil kundegruppen reduseres (Oboyle, 2020). Dette vil også kunne holde igjen

individer som i utgangspunktet ønsker å gamble. I USA har den moralske aksepten for gambling økt fra 58 % i 2009 til 71 % i 2020 (Oboyle, 2020). Den moralske aksepten vil variere fra region til region, hvor den typisk vil være høyere i mer modne markeder hvor gambling har blitt mer normalisert.

Sportslige arrangementer

Sportslige arrangementer vekker interesse hos et stort antall mennesker over hele verden. Flere mennesker engasjerer seg i idrett når det er større arrangementer, også mennesker som i utgangspunktet ikke har den største interessen for idretten (EY, 2021). Dette er et resultat av flere mennesker finner en tilknytning til sporten, for eksempel via sosiale og geografiske bånd (Wyludda, 2008). Den økte interessen løfter også aktiviteten hos de nettbaserte gambling selskapene, og flere mennesker tipper på sport når slike hendelser inntreffer (Kindred Group, 2022). Hendelsene kan være årlige turneringer som kun inntreffer noen ganger i året, men også større hendelser som OL, EM og VM. Gamblingsselskapene rapporterer høyere inntekt fra sportstipping segmentet i år hvor større hendelser inntreffer. Eksempelvis rapporterte Betsson om høyere inntekter fra segmentet under Copa América i 2021 (Betsson, 2022). Man forventer også at fotball VM i 2022 vil ha en positiv effekt på segmentet (Kindred Group, 2022).

2.3.4 Teknologiske forhold

Utviklingen av teknologiske forhold slik som internett, datamaskiner og smarttelefoner har vært en viktig del i utviklingen av markedet. Bedre og mer tilgjengelig internett har gjort det enklere og mer effektivt å gamble over internett. Samtidig har smarttelefoner og datamaskiner blitt raskere og fått bedre grafikk og funksjoner. Det er dog viktig å merke seg at den teknologiske utviklingen varierer fra marked til marked rundt om i verden.

Man ser også at mobilnettet allerede har vært med på å prege sanntidsgambling på grunn av økt nedlastningshastighet og tilgjengelighet (Gambling Commission, 2021). I løpet av det neste året vil 5G bli enda mer utbedret i verden, og netthastigheten som 5G tilbyr vil prege utviklingen av produkter i markedet (Marketline, 2021). I tillegg er det et økende antall mobiler som er kan nytte 5G-nettet. Samlet sett har nedlastningshastighet og smarttelefoner har gjort sanntidsgambling mer attraktivt og dette segmentet har opplevd stor vekst over en lengre periode (Marketline, 2021).

En av de viktigste områdene som 5G åpner opp for er spill basert på virtuell virkelighet (Marketline, 2022). Nettbaserte aktører har allerede utviklet spillene slik at de tilbyr

gjennomførte visuelle effekter og kontakt med andre spillere. Disse spillene lar brukerne bevege seg i et virtuelt kasino over nett. Dette vil også kunne skape en følelse som er noe tilsvarende et tradisjonelt kasino. Denne type teknologi krever rask nedlastningshastighet, men det har allerede blitt utviklet i noen steder av verden. Det er dog antatt at 5G vil gjøre dette mer tilgjengelig i flere steder av verden (Marketline, 2022).

Aktørene har tilgang til store mengder data gjennom sine plattformer. De siste årene har selskapene økt investeringene i analyseverktøy og kunstig intelligens (Business Wire, 2022). Dette gir de muligheten til å benytte dataene på en verdifull måte for å optimalisere driften, og drive personlig markedsføring. Selskapene kan for eksempel benytte disse verktøyene for å oppdage avvik. Dette kan være rettet mot systemfeil som man deretter kan rette opp raskere. I tillegg til dette kan man se på avvik i kundemønstre som kan hjelpe selskapet å oppdage kunder med adferd som kan tyde på avhengighet. Selskapene kan også benytte teknologien til å ta strategiske beslutninger basert på mer solide datagrunnlag (Sundem, 2020).

En annen viktig utvikling for aktørene er at de kan tilby sikre betalingsmetoder på alle digitale enheter. Disse metodene er eksempelvis kreditt-, og debetkort, bankoverføringer og PayPal. Spillerne kan gjøre innskudd via mobilbetaling som Apple Pay og MobilePay. Disse metodene har gjort det enklere for kundene å gjøre uttak og innskudd på sine kontoer, samt økt sikkerhetsfølelsen (B Enos, 2021).

2.3.5 Miljømessige faktorer

De store gamblingsselskapene har økt fokuset på bærekraft, og flere praktiserer nå integrert rapportering, altså at de også rapporterer om ESG i årsrapporten (KPMG Malta, 2022). ESG er rapportering på kriteriene miljø og bærekraft (environmental), sosialt (social) og styresett (governance), hvor kriteriene er sammenflettet på flere områder (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, ss. 84-85). I rapportene ser man at fokuset tydelig er på «social» og «governance» (Betsson, 2022). Etersom selskapene er teknologiselskaper hvor mesteparten av driften er nettbasert, har de en relativt liten påvirkning på CO₂-utslipp og miljø i forhold til mange andre bransjer (KPMG Malta, 2022). Vi vil uansett fremheve at miljømessige faktorer vil kunne påvirke selskapene.

De siste årene har mange investorer satt flere krav til selskapene når det gjelder miljømessige faktorer, slik som NBIM, Deutsche Bank og Blackrock. Man ser blant annet dette gjennom NBIM sin klimahandlingsplan, hvor de trekker frem at miljømessige faktorer vil påvirke avkastningen til fondet. NBIM ønsker å påvirke selskaper til å ha en plan om netto nullutslipp

innen 2050 (Norges Bank Investment Management, 2022). Det er liten tvil om at flere investorer vil kreve lignende tiltak fra bedrifter på grunn av det økte fokuset på klimamessige forhold (Steinbach, 2022).

Selv om nettbasert gambling har relativt lave nivåer av CO₂-utslipp er det fortsatt faktorer som kan påvirke miljøet. Dette kan for eksempel være energiforbruk knyttet til servere og skyløsninger, reising hos ansatte og type kontorer (Betsson, 2022). Dersom selskapene ikke tar stillingen til det økte fokuset på miljø, kan de definitivt bli påvirket (Steinbach, 2022). En potensiell negativ konsekvens kan være at det blir mer krevende å få tilgang på kapital fra banker og investorer (Schoenmaker & Schramade, 2019).

2.3.6 Juridiske faktorer

Bransjen er svært preget av juridiske faktorer, hvor flere land har spesielle lover som enten avgrensner eller forbyr nettbasert gambling. Flere land har de siste årene legalisert nettbasert gambling, men bransjen er fortsatt preget av hyppige lovendringer knyttet til reguleringer av markedet.

EU pålegger ingen sektorspesifikk lovgivning knyttet til gamblingvirksomhet, og land kan selv velge hvordan de ønsker å regulere sitt lokale gamblingmarked. EU setter imidlertid krav til at lovene overholder fundamental frihet i henhold til EU-traktaten (European Commission, 2022). De fleste europeiske land har innført en multilisensmodell hvor både private og børsnoterte selskaper kan søke om lisenser (European Commission, 2022). Flere europeiske land har ulike lover som begrenser gambling, men mange av lovene er ikke tilpasset nettbasert gambling. Storbritannia innførte en reguleringslov i 2005 for all gambling, og den ble først tilpasset for nettbasert gambling i 2020 (Esse N Videri, 2022). Frem til 2018 var nettbasert gambling underlagt statlig monopol i Sverige, men en ny lov ble innført slik at private aktører kunne operere i markedet med lokal lisens (Norge Casino, 2022).

USA har vært svært restriktive når det kommer til nettbasert gambling, hvor kun staten Nevada har hatt lov å tilby sportstipping og nettbasert gambling. I 2018 ble gamblingloven omgjort slik at hver stat selv kunne regulere gamblingmarkedet. Per 2021 var det over 30 stater som hadde regulert og legalisert sportstipping, hvilket skapte et nytt stort marked (Esse N Videri, 2022). Det er også mange stater i Latin-Amerika som er regulerte eller som er på vei til å bli regulerte markeder (Betsson, 2022).

Et annet land som nylig har gjort lovendringer er Canada. I juni 2021 vedtok parlamentet i Canada en lov som tillater hver enkelt provins å selv bestemme hvordan de ønsker å regulere gambling. Lovendringen førte blant annet til at Canadas største provins, Ontario, startet prosessen med å sette opp et regulert marked for nettbasert gambling (Betsson, 2022, s. 51). Det regulerte markedet ble klart 04.04.2022. Betsson har allerede søkt om B2B og B2C lisens i Ontario. Det er totalt 10 provinser i Canada, og det er mulig at flere følger etter Ontario (Kereibayev, 2022).

I regionen Asia-Stillehavet varierer lovgivningen relatert til nettbasert gambling. I Kina og Japan er nettbasert gambling ulovlig (Esse N Videri, 2022) (Innoves iGaming, 2020). I Australia ble det i 2001 innført en reguleringslov hvor aktører kan tilby gambling dersom de mottar lokal lisens. I New Zealand er det en lov fra 2003 som kun tillater nettbasert gambling autorisert av statlig myndigheter. Det er også flere land i Midtøsten som ikke tillater nettbasert gambling, noe som gjør at aktører ikke kan operere i markedet på en lovlig måte (Innoves iGaming, 2020).

2.4 Komparative selskaper

I denne delen av oppgaven skal vi se nærmere på aktører vi anser som komparative selskaper til Betsson. Målet er å identifisere potensielle strategiske fordeler og eventuelle ulemper Betsson har ovenfor de sammenlignbare selskapene. Det finnes mange aktører innen nettbasert gambling og vi har derfor valgt å fokusere på noen gitte kriterier for å identifisere de komparative selskap.

Først og fremst ønsker vi at selskapet skal opererer innenfor nettbasert gambling. Samtidig er det viktig at selskapene har en tilnærmet lik produktportefølje som Betsson. Vi har også valgt å fokusere på selskapenes markedsandel, da Betsson er en av de største aktørene i markedet. De utvalgte selskapene har derfor en høy markedsandel. Et annet viktig kriterium er hvorvidt selskapene opererer utenfor sine egne landegrenser. Betsson har er geografisk diversifisert, hvilket er viktig innen nettbasert gambling. Vi anser det derfor som hensiktsmessig at de komparative selskapene er geografisk diversifisert.

Vi har valgt å fokusere på børsnoterte selskaper med tanke på at Betsson selv er børsnotert, samt at dette gir tilgang på mer informasjon om selskapene. Grunnet kriteriene vi har satt, har vi valgt å se på selskaper som også ligger utenfor Sverige. Vi anser ikke dette som et problem for sammenligningsgrunnlaget da Betsson uansett har majoriteten av virksomheten sin utenfor

Sverige. Vi har også valgt å inkludere et oppsett av noen nøkkeltall for hvert enkelt selskap for å gi en enkel oversikt over utviklingen selskapene har hatt de siste fem årene. Vi ønsker å presisere at tallene ikke er normalisert, og at resultatet etter skatt er sensitivt for regnskapsfleksibilitet (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 516).

2.4.1 Kindred Group PLC

Kindred Group er en av verdens største aktører og driver virksomhet over store deler av verden. Gruppen var i 2020 det fjerde største selskapet i bransjen med en markedsandel på 1,96 % (2022). I 2021 hadde de en rapportert inntekt på 1 259,6 MGBP, og de har rundt 2055 ansatte. Markedsverdien til selskapet per 13.12.2022 er på 20 800,3 MSEK (Nordnet, 2022).

Forretningsområde

Kindred Group opererer kun i det nettbaserte markedet, hvor de tilbyr produkter og tjenester knyttet til sportstipping og kasinospill. Kasinospill er deres største segment og stod for 52 % av inntektene i 2021, mens sportstipping stod for 44 %. Gruppen tilbyr også produkter og tjenester innenfor poker og andre segmenter, hvorav 2 % av inntektene i 2021 var fra poker og 2 % fra andre segmenter (Kindred Group, 2022).

Fra oppstart i 1997 frem til 2014 drev selskapet innenfor B2B og B2C. Dette endret seg når selskapet foretok en fisjon og skilte ut B2B virksomheten som et selvstendig børsnotert selskap i form av Kambi Group. Kambi Group er operasjonell per i dag og er børsnotert i Sverige. Kindred Group kjøper sine sportstippingstjenester fra Kambi Group, og de har ikke en egen utviklet plattform (Kindred Group, 2022). Selskapet har et langsiktig mål om å få større kontroll over produktutvikling. I den forbindelse jobber Kindred med å utvikle sin egen plattform for sportstipping. Samtidig har de også signert en ny avtale med Kambi Group som strekker seg frem til 2026. Dette indikerer at de fortsatt har en lang vei å gå før plattformen er klar til å overta for avtalen med Kambi. Kindred har også som mål å produsere sine egne spill, men per nå kommer stort sett hele spillporteføljen fra tredjeparter. Totalt har de omtrent 1500 kasinospill (Kindred Group, 2022).

Operasjonelle markeder

Kindred Group opererer hovedsakelig i regulerte markeder og er godt etablert i Europa og Australia. Nylig gikk selskapet inn i USA hvor de har et stort vekstfokus. Selskapet har altså en geografisk diversifisert portefølje. Dette begrunnes med at markedene er i stadig endring og at de ønsker stabilitet og vekst (Kindred Group, 2022). Kindred Group har lisenser i 18

forskjellige jurisdiksjoner inkludert Sverige, Storbritannia, Malta, og andre europeiske markeder, samt nordre del av Australia og flere steder i USA. Gruppen eier flere datterselskaper og totalt ni merkevarer. Kindred Group har gjennom hele sin historiske utvikling hatt stort fokus på vekst gjennom oppkjøp (Kindred Group, 2022).

Historiske tall

Kindred Group (MGBP)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Inntekt	544	751	908	913	1130	1260
Vekst		38,1 %	20,8 %	0,6 %	23,8 %	11,4 %
Resultat	84	117	132	57	165	295
Resultatmargin	15,4 %	15,6 %	14,5 %	6,2 %	14,6 %	23,4 %

Tabell 2.42.4 - Nøkkeltall for Kindred Group basert på tall, hentet fra Refinitiv Eikon

I tabellen over ser man et utsnitt av noen nøkkeltall fra Kindred Group. Tallene gjenspeiler selskapet sitt fokus på vekst. Man kan også se at de har hatt noe marginvarians de siste tre årene. 2021 er historisk sett gruppens sterkeste år, også med tanke på perioden før 2016.

2.4.2 Entain PLC

Entain PLC er en stor aktør innenfor gamblingindustrien og opererer både innenfor tradisjonell- og nettbasert gambling. Selskapet var i 2020 det tredje største selskapet i det nettbaserte gamblingmarkedet med en markedsandel på 4,66 % (2022). Entain PLC ble etablert i Luxemburg i 2004 under navnet Gaming VC Holdings, men ble senere flyttet til Man av skattemessige grunner i 2010 (Entain Group, u.å.). Selskapet er i dag børsnotert på London Stock Exchange og har en markedsverdi på ~8 232 MGBP per 13.12.2022 (Nordnet, 2022).

Forretningsområder

Selskapet opererer både innenfor tradisjonell- og nettbasert gambling, hvorav ~80 % av inntekten deres kommer fra den nettbaserte driften. I 2021 hadde selskapet en total inntekt på ~3 900 MGBP hvorav ~3 100 MGBP kom fra den nettbaserte driften. Samtidig stod den nettbaserte virksomheten for ~93 % av EBITDA i 2021 (Entain Group, 2022). Selskapet opererer både innen segmentene B2B og B2C, og tilbyr nettbasert kasino, sportstipping, bingo og poker.

I 2020 satt selskapet et nytt mål om å bli verdens ledende innen sportstipping og gambling. I den forbindelse reorganiserte de selskapet og endret navnet sitt fra GVC Holdings til Entain. Selskapets plattformer var drevet av en kombinasjon av internutviklere og systemer fra tredjeparter frem til 2020, men i løpet av 2020 har selskapet flyttet kasinospillene til sine

internutviklede plattformer (Entain Group, 2021, s. 129). Selv om de har flyttet spillene til egne plattformer driver de ikke med internutvikling av spill (Entain Group, 2022). Sportstippingen er fortsatt i stor grad kjøpt og driftet tredjeparter (Entain Group, 2021, s. 129).

Gruppen har alltid hatt stort fokus på vekst. Det presiseres i årsrapporten for 2021 at selskapet har hatt ni år på rad med tosifret vekst i inntekten knyttet til nettbaserte gambling. En viktig del av vekststrategien har vært oppkjøp. Siden 2016 har selskapet gjort flere store oppkjøp av blant annet Ladbrokes Coral Group PLC og Innopark Pte. Limited (Entain Group, 2022).

Operasjonelle markeder

Entain driver hovedsakelig innenfor regulerte markeder, og har per i dag drift i 31 markeder som enten er regulert eller har en klar plan om å bli regulert. Driften er fordelt på 15 forskjellige land flere steder i Europa og USA. De har også virksomhet i Australia og Brasil. Målt etter markedsandel er de en av de største aktørene i alle markedene de opererer i. Selskapet har ~25 000 ansatte i totalt 20 kontorer over fem kontinenter. Entain har over 100 lisenser som omfatter nettbasert og tradisjonell gamblingvirksomhet, og selskapet tilbyr tjenester på 33 forskjellige språk (Entain Group, 2022).

Historiske tall

Entain (MGBP)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Inntekt	592	790	2935	3578	3562	3830
Vekst		33,4 %	271,6 %	21,9 %	-0,5 %	7,5 %
Resultat	-170	-21	-56	-131	114	276
Resultatmargin	-28,8 %	-2,6 %	-1,9 %	-3,7 %	3,2 %	7,2 %

Tabell 2.52.5 - Nøkkeltall for Entain, hentet fra Refinitiv Eikon

Ovennevnte tall inkluderer også den tradisjonelle delen av virksomheten, men den nettbaserte virksomheten har stått for en økende del av inntekten over de siste fem årene (Entain Group, 2022). Som man ser av ovennevnte tall har selskapet hatt solid vekst i inntektene, men resultatet etter skatt har vært negativt helt frem til 2020. Man ser dog at marginene har hatt en positiv utvikling de siste to årene.

2.4.3 888 Holdings PLC

888 Holdings er en av de største aktørene i gamblingindustrien og opererer kun i det nettbaserte gamblingmarkedet. Selskapet var i 2020 det sjette største selskapet i markedet med en markedsandel på 1,06 % (Business Wire, 2022). Selskapet ble startet i 1997 på de Britiske Jomfruøyene og er i dag børsnotert på London Stock Exchange (888 Holdings, 2022). Per

13.12.2022 har 888 Holdings en markedsverdi på 323,28 MGBP og har totalt ~1760 ansatte (Nordnet, 2022).

Forretningsområder

888 Holdings opererer kun i det nettbaserte gamblingmarkedet, både innenfor segmentene B2B og B2C, og tilbyr produkter og tjenester knyttet til kasino, sportstipping, bingo og poker. B2C er det største segmentet, og omfatter 96 % av inntektene, mens kun 4 % kommer fra B2B segmentet. Kasinospill er selskapets mest populære og innbringende spillsegment med 83 % av inntektene i 2021. Samtidig omfattet sportstipping 13 % av inntektene. Selskapet hadde 2,2 millioner aktive kunder i 2021 (888 Holdings, 2022).

Fra 2013 frem til 2021 var 888 Holdings kunde av Kambi Group. Kambi leverte en fullstendig sportstippeplattform til selskapet. 888 Holdings lanserte sin egen plattform og avsluttet samarbeidet med Kambi Group i 2021. Vi vil videre trekke frem at selskapet fokuserer på utvikling av egne spill, noe de har gjort siden 1997, og selskapet har planer om å fortsette investeringene i internutvikling. 888 Holdings har en spillportefølje på ~3000 kasinospill, hvor 160 av spillene er internutviklet (888 Holdings, 2022, s. 16). På lik linje med de komparative selskapene har 888 Holdings satset på vekst gjennom oppkjøp, og de har gjennomført flere oppkjøp av diverse selskap og merkevarer (888 Holdings, u.å.).

Operasjonelle områder

888 Holdings opererer i store deler av verden, og gruppen har 18 forskjellige lisenser fordelt utover verden. 74 % av inntektene til 888 Holdings kommer fra lokalt regulerte markeder, hvilket tilsier at 26 % av inntektene kommer fra uregulerte markeder. Det er verdt å nevne at deler av den uregulerte inntekten kan være fra markeder som er på vei til å bli regulert, men dette er ikke oppgitt. Storbritannia er selskapets største region og står for 40 % av inntektsfordelingen. Italia er også et innbringende marked og står for 12 % av inntektene. 888 Holdings opererer i flere land i Europa, Midtøsten og Afrika, og 34 % av inntektene kommer fra disse regionene, hvorav mange av landene i regionene er uregulerte. Selskapet opererer også i Nord-Amerika, som står for 13 % av inntektene.

Historiske tall

888 Holdings (MSUD)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Inntekt	521	542	541	560	850	980
Vekst		4,0 %	-0,2 %	3,6 %	51,7 %	15,3 %
Resultat	52	13	86	42	11	69
Resultatmargin	9,9 %	2,4 %	15,9 %	7,5 %	1,3 %	7,0 %

Tabell 2.62.6 - Nøkkeltall for 888 Holdings, hentet fra Refinitiv Eikon

Fra tabellen over ser man at 888 Holdings har hatt en relativt moderat vekst fra 2016 til 2019 i forhold til de andre komparative selskapene, men at de opplevde solid vekst i 2020. I 2021 hadde selskapet et rekordår med en inntekt på 980,1 MUSD. Resultatet etter skatt og resultatmarginen har variert fra år til år selv om selskapet har hatt årlig inntektsvekst fra 2016 til 2021.

2.4.4 Flutter Entertainment PLC

Flutter Entertainment er det største selskapet i det nettbaserte gamblingmarkedet, og hadde en markedsandel på 6,06 % i 2020 (Business Wire, 2022). Selskapet oppnådde den store markedsandelen gjennom oppkjøp av det kanadiske selskapet, The Star Group i 2019 (Racing Post, 2019). Selskapet endret også navn til Flutter Entertainment i 2019. Før dette het selskapet Paddy Power Betfair som var et resultat av fusjonen mellom Paddy Power og Betfair i 2015 (Independent.ie, 2016). I 2021 hadde selskapet en inntekt på 6 036,2 MGBP. Flutter er børsnotert på London Stock Exchange, og per 13.12.2022 oppgir Refintiv Eikon at de hadde en markedsverdi på 20 429 MGBP (Flutter Entertainment, 2022).

Forretningsområder

Flutter Entertainment er et globalt selskap som hovedsakelig er rettet mot nettbasert gambling, men de eier også noen fysiske spillbutikker i England og Irland (Flutter Entertainment, 2022). Selskapet driver både B2B- og B2C virksomhet, og de tilbyr nettbasert kasino, sportstipping, bingo og poker. I 2021 hadde Flutter en inntekt på 6 036,2 MGBP, hvorav fordeling mellom sportstipping og spilleinntekt var 3 773,8 MGBP og 2 262,4 MGBP. De har ikke gitt ut hvor mye av inntektene som kommer fra B2B segmentet eller de fysiske butikkene (Flutter Entertainment, 2022).

Flutter Entertainment har en intern avdeling som er dedikert til teknologi- og produktutvikling innen poker, kasino og sportstipping. I denne avdelingen har Flutter tre interne spillstudioer som jobber med å utvikle spill til deres produktportefølje. Produktene som kommer fra denne

avdelingen, blir tilbudt gjennom alle de ulike merkevarerne som gruppen eier. Selskapet har ~1500 kasinospill hvor 100 av de er utviklet av Flutter. De har også en egen tippeplattform. Flutter Entertainment har gjennomført mange oppkjøp, og i 2021 kjøpte de Englands største aktører innen bingo, Tombola (Flutter Entertainment, 2022).

Operasjonelle områder

Selskapet opererer gjennom flere datterselskaper og merkevarer rundt om i verden. Flutter holder totalt 22 lisenser i 14 land. Europa er selskapets største region, hvorav Storbritannia er det største markedet som stod for 32 % av inntektene i 2021. Irland er det nest største europeiske markedet med 3,3 % av inntektene, mens resten av landene i EU stod for ytterligere ~11 %. USA er et fremvoksende marked, noe Flutter Entertainment har fokusert på, og regionen var selskapets nest største marked i 2021 med 23 % av inntektene. Selskapet opererer også i Australia, som er deres tredje største marked med en inntektsandel på 21 %. Flutter Entertainment driver også virksomhet i resten av verden, hvor av inntektsfordelingen var 9 % (Flutter Entertainment, 2022).

Historiske tall

Flutter Entertainment (MGBP)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Inntekt	1501	1745	1873	2140	4414	6036
Vekst		16,3 %	7,3 %	14,2 %	106,3 %	36,8 %
Resultat	-6	218	181	112	-35	-412
Resultatmargin	-0,4 %	12,5 %	9,6 %	5,2 %	-0,8 %	-6,8 %

Tabell 2.72.7 - Nøkkeltall for Flutter Entertainment, hentet fra Refinitiv Eikon

Som man ser av tabellen har selskapet vist en dårlig trend i resultatet fra 2017 til 2021, men inntektene har vokst hvert år siden 2016.

2.5 Hvordan Betsson avviker fra de komparative selskapene

I kapittel 2.5 vil vi beskrive forhold som skiller Betsson fra de komparative selskapene. Videre vil vi bruke de identifiserte forskjellene i kapittel 4.3, hvor vi gjennomfører en intern ressursorientert analyse der forskjellene blir beskrevet og analysert mer detaljert.

Det er svært mange likheter mellom Betsson og de valgte selskapene. Først og fremst driver alle selskapene innen de samme segmentene og produktområdene. Samtlige bedrifter er også globale hvor de i stor grad opererer i de samme markedene. Vi har allikevel identifisert

følgende forskjeller: internutvikling, Techsson, Latin-Amerika, bærekraft, lisenssituasjon i Nederland og fantasisport.

2.5.1 Internutvikling

En gjennomgående trend hos flere av de store selskapene i bransjen er at de ønsker å utvikle sine egne plattformer. Dette ser man også hos Betsson og de komparative selskapene. Det er et ønske om å få mer kontroll over sin egen verdiskapning, samt å ha en fleksibel plattform som kan tilpasses raskt til nye selskaper ved oppkjøp. Av de komparative selskapene er Betsson det selskapet som har vært lengst i bransjen. Samtidig som Betsson har lang bransjeerfaring, har de hele tiden hatt fokus på forbedring og utvikling (Betsson, 2011). Allerede i 2010 satt de opp egne team for utvikling av programvare og spill, noe som vil si at Betsson har omtrent tolv år med erfaring innen internutvikling. Betsson har operert på sin egenutviklede plattform siden 2010 (Betsson, 2011). Alle de komparative selskapene, utenom 888 Holdings, har ikke før de siste årene økt fokuset på internutvikling, og de er derfor i stor grad avhengig av løsninger fra tredjeparter.

2.5.2 Techsson

Flere av selskapene har lansert eller jobber med å lansere sine egne plattformer innen kasino og sportstipping, men disse plattformene er relativt nye og noen av selskapene har hatt problemer (Mulheir, 2022). Gjentatte tekniske problemer kan føre til at man mister spillere ettersom markedet er veldig konkurransepreget. Samtidig har Betsson en allerede velutviklet plattform som omfatter både kasino og sportstipping.

2.5.3 Latin-Amerika

De komparative bedriftene opererer hovedsakelig i de samme markedene, men det er kun Betsson og Entain som opererer i Latin-Amerika. Entain er etablert i Brasil, mens Betsson er etablert i Argentina, Colombia, Brasil, Peru og Mexico. Betsson har lisens i Argentina og Colombia. Latin-Amerika er et fremvoksende og potensielt stort marked som blir viktig for veksten i nettbasert gambling i tiden fremover (Betsson, 2022).

2.5.4 Integreert rapportering og bærekraft

Integreert rapportering betyr at selskapet integrerer bærekraftsrapportering i den tradisjonelle rapporteringen, slik som ESG-rapportering (Schoenmaker & Schramade, 2019, s. 157). Av de komparative selskapene er det kun Betsson og Kindred Group som praktiserer integreert bærekraftsrapportering. Det er også tydelig at ESG tar større strategisk plass hos Betsson og Kindred.

2.5.5 Lisenssituasjon i Nederland

Nederland er stort et stort marked for nettbasert gambling i Europa, og i 2021 var markedsverdien estimert til 814 MEUR (Focus Gaming News, 2021). I starten av april 2021 ble en ny lov innsatt i Nederland, som førte til at det nettbaserte gambling markedet ble regulert. Samme dagen åpnet spilltilsynet i Nederland for søknader for lisens relatert til drift av nettbasert gambling. Det førte til at selskaper som ikke hadde lisens måtte trekke seg ut av markedet. Det ble også innført en venteperiode på 33 måneder beregnet fra siste datoen selskapene målrettet hadde markedsført seg mot Nederlandere (Betsson, 2022). Betsson og alle de komparative selskapene måtte trekke seg ut, samt gjennomføre en karenperiode på 33 måneder før de søkte om lisens. I tillegg har lisensen en forventet behandlingstid på omtrent seks måneder (Betsson, 2022). Betsson sitt operasjonelle datterselskap var kvalifisert for å søke i februar 2022, men de har ikke fått lisens per oktober 2022. Kindred Group er det første av de komparative selskapene til å oppnå lisens i Nederland.

2.5.6 Fantasisport

Som beskrevet i delkapittel 2.2.3 er fantasisport et marked som har hatt høy vekst de siste årene, og det er estimert til å vokse mer i de kommende årene. Fantasisport går ut på at spillerne konkurrerer mot hverandre om pengepremier. Hver spiller bygger sitt eget lag innen en liga i en idrett. Deretter får spilleren poeng basert på prestasjonene til de valgte spillerne. Draftkings er et selskap som driver med fantasisport, og de er godt etablert i dette segmentet, spesielt i USA (Draftkings, 2021). Selskapet er blant de topp ti største selskapene innenfor nettbasert gambling, og har et konkurransefortrinn innen fantasisport. Draftkings har både satt opp fantasisport på nettsidene sine og på applikasjonene deres. I tillegg til dette har de også sikret avtaler med flere større ligaer og turneringer som NFL, PGA Tour og MLB. Dette kan komplisere inngangen i segmentet for konkurrenter ettersom Draftkings allerede har sikret store og eksklusive avtaler (Draftkings, 2021).

3. Valg av verdsettelsesmetode

I denne delen av utredningen vil vi presentere verdsettelsesteknikker som kan nyttes for å beregne verdien av egenkapitalen til Betsson. Vi vil beskrive hver av verdsettelsesmetodene, og til slutt begrunne vårt valg av metode.

3.1 Verdsettelsesmetoder

Ifølge Damodaran finnes det tre grunnleggende, men ikke gjensidig utelukkende, tilnærminger til verdsettelse (Damodaran, 2012, s. 25):

- 1) Verdidiskontert kontantstrøm (DCF), heretter omtalt som fundamental verdsettelse
- 2) Komparative verdsettelse
- 3) Opsjonsbasert verdsettelse

3.1.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse priser bedriften basert på verdien av forventede fremtidige kontantstrømmer. Selv om den fundamentale verdsettelse er en av tre metoder, legger denne metoden fundamentet for hvordan de andre metodene er bygget opp (Damodaran, 2012, s. 11). For å benytte komparativ verdivurdering må man forstå det grunnleggende i en fundamental verdsettelse. Ved opsjonsbasert verdsettelse begynner man gjerne med en fundamental verdsettelse (Damodaran, 2012, s. 11).

Grunnlaget for fundamental verdivurdering ligger i nåverdireglen, hvor verdien av enhver eiendel er nåverdien av de forventede kontantstrømmene. Dette er spesifisert på følgende måte (Damodaran, 2012, s. 12):

$$Verdi = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Der:

n = Levetiden til eiendelen, CF_t = Kontantstrøm i periode t, r = Diskonteringsfaktor

Det finnes en rekke forskjellige metoder å verdivurdere kontantstrømmer på. Damodaran presiserer dog at det er hovedsakelig to veier å gå dersom man skal verdivurdere et selskap. Den første går ut på å verdivurdere egenkapitalen til bedriften direkte. Den andre går ut på å verdivurdere hele bedriften. Begge metodene diskonterer kontantstrømmene, men de har

forskjellige kontantstrømmer og diskonteringsfaktorer (Damodaran, 2012, s. 12). Vi ønsker imidlertid å presisere at egenkapital- og selskapskapitalmetoden alltid gir samme verdiestimat ved konsistent bruk (Damodaran, 2012, s. 14).

Egenkapitalmetoden

I egenkapitalmetoden benyttes kontantstrømmene fra bedriften etter gjeldsbetalinger, og etter reinvesteringene som er nødvendige for fremtidig vekst (Damodaran, 2012, s. 13). Med denne metoden reflekterer avkastningskravet kun kostnaden ved egenkapitalfinansiering. Man finner verdien av egenkapitalen ved å diskontere den forventede kontantstrømmen til egenkapitalen på avkastningskravet til egenkapitalen (Damodaran, 2012, s. 13).

Selskapskapitalmetoden

I selskapskapitalmetoden bruker man den frie kontantstrømmen til selskapet. Dette er kontantstrømmen før utbetalinger til aksjonærer og kreditorer. Kontantstrømmen diskonteres så med det vektete gjennomsnittlige avkastningskravet til kapitalen (WACC). Dette gir en verdi på hele selskapet. Når man har funnet verdien på selskapskapitalen trekker man fra verdien av gjelden for å få verdien av egenkapitalen (Damodaran, 2012, s. 14).

Innenfor de to nevnte metodene er det hovedsakelig tre modeller: dividendemodellen/fri kontantstrømmmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen (Knivsflå, FM1, 2022, s. 48). Selv om modellene har ulike tilnærminger til verdsettelsen vil de gi samme verdi dersom de brukes konsistent over tid (Damodaran, 2012, s. 12).

Fri kontantstrømmmodeller (DCF) diskonterer fremtidige kontantstrømmer med et beregnet avkastningskrav. Diskonteringsfaktoren har som mål å reflektere risikoen relatert til den estimerte kontantstrømmen, hvor selskaper med høyere risiko vil ha en høyere diskonteringsfaktor. Ved egenkapitalmodellen er beregningen spesifisert på følgende måte: (Damodaran, 2012, s. 323)

$$\text{Verdi av egenkapitalen}_{t=0} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Forventet utbytte}_t}{(1 + \text{Avkastningskravet til egenkapitalen})^t}$$

Dersom veksten i utbytte er konstant, kan man forenkle formelen i henhold til Gordons vekstformel (Kaldestad & Møller, 2016, s. 38):

$$\text{Verdi av egenkapital}_{t=0} = \frac{\text{Forventet utbytte}_{t+1}}{\text{Avkastningskravet til egenkapitalen} - \text{Forventet vekst}}$$

Ved selskapskapitalmodellen er beregningen spesifisert på følgende måte (Kaldestad & Møller, 2016, s. 41):

$$\text{Verdi av selskap}_{t=0} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Forventet fri kontantstrøm til selskapet}_t}{(1 + WACC)^t}$$

Man kan også benytte Gordons vekstformel i selskapskapitalmodellen dersom man antar at veksten i forventet fri kontantstrøm til selskapet er konstant (Kaldestad & Møller, 2016, s. 41).

Superprofittmodellen hensyntar den alternative kostnaden knyttet til den investerte kapitalen. I henhold til denne modellen er verdien av selskapet tilsvarende den investerte kapitalen +/- nåverdien av mer/mindreavkastningen kapitalen genererer. Beregningen er spesifisert på følgende måte (Kaldestad & Møller, 2016, s. 42):

$$\text{Verdi}_{t=0} = \text{Investert kapital} + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Superprofitt}_t}{(1 + \text{Avkastningskrav})^t}$$

Superprofittvekstmodellen er den samme modellen som superprofittmodellen, men uttrykket er omformulert. Modellen sier at verdien i dag er lik den kapitaliserte verdien av resultatet en periode frem og nåverdien av endringen i superprofitt (Knivsflå, F1, 2022, s. 48). Benyttede modeller relatert fremvises og forklares mer detaljert i kapittel 11.

3.1.2 Komparativ verdsettelse

Selv om verdsettelsesteori gjerne fokuserer på fundamental verdsettelse, er komparativ verdsettelse den metoden som er mest benyttet i praksis. Komparativ verdsettelse er en verdivurdering av et selskap basert på relativ prising av sammenlignbare selskaper (Damodaran, 2012, s. 453). Man priser altså selskapets fremtidige kontantstrømmer på en indirekte måte. Denne metoden tar utgangspunkt i markedets prising av andre, tilsvarende selskaper, og antar at dette forholdet også er gjeldende for det aktuelle selskapet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 222). Den grunnleggende regelen for komparative verdsettelse er at like selskaper burde være verdt det samme (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 369). Innenfor komparativ verdsettelse finnes det hovedsakelig to metoder; multiplikatormetoden og substansverdimetoden.

Multiplikatormetoden

Multiplikatormodellen beregner verdien av selskapet med hensyn til hvordan markedet har priset sammenlignbare selskaper basert på multipler. Multipler kan bli brukt til å verdivurdere et selskap eller deler av et selskap, og se hvordan selskapet gjør det i forhold til konkurrentene (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 369). Multiplene deles gjerne i fire kategorier: resultat/kontantstrømsorienterte, balanseorienterte, sektorspesifikke og ikke-finansielle multipler (Damodaran, 2012, s. 455). Ikke-finansielle multipler kan eksempelvis være basert på antall ansatte, antall kunder eller produksjonsmål. Det er også viktig å merke seg at de ulike multiplene har ulik relevans i forskjellige situasjoner og for forskjellige bransjer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 228).

Det er flere fordeler og ulemper ved bruk av multiplikatormetoden. Først og fremst er metoden relativt enkel og lite tidkrevende i forhold til en grundig fundamental verdsettelse. Metoden er også basert på det markedet faktisk ønsker å betale for lignende selskaper i dag (Damodaran, 2012, s. 453). Noen av ulempene er at det kan være svært krevende å finne gode sammenlignbare selskaper. Det kan også være vanskelig å identifisere og kvantifisere forskjellene mellom bedriftene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 227). I tillegg er metoden svært utsatt for regnskapsfleksibilitet (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 362).

Substansverdimetoden

I henhold til substansverdimetoden er verdien av selskapet lik markedsverdien av selskapets eiendeler fratrukket netto rentebærende gjeld og latent skatt. Dette er vist i følgende formel (Kaldestad & Møller, 2016, s. 242):

$$\text{Substansverdi} = \text{Salgsverdi av alle eiendeler} - \text{Markedsverdi av gjeld} - \text{Latent skatt}$$

Forskjellen mellom denne metoden og en fundamental verdivurdering er måten man beregner verdien av eiendelene. Substansverdimetoden verdsetter selskapets eiendeler til det de kan selges for i markedet i dag, og om det er mulig basert på observerte priser på lignende eiendeler. Denne metoden ser bort ifra eiendelenes nåværende bruk, og den selskapsspesifikke verdien som gjenstanden muligens tilfører (Kaldestad & Møller, 2016, ss. 241-242). En fundamental verdivurdering vil ta hensyn til hvilke kontantstrømmer som eiendelen kan generere, og dermed også den selskapsspesifikke verdien. Det vil si at dersom kjøpere ikke kan anvende gjenstanden på samme måte vil de også ha en annen betalingsvillighet enn

verdien beregnet ved en fundamental verdivurdering. Resultatet av dette er at de to metodene gjerne priser samme gjenstand forskjellig (Kaldestad & Møller, 2016, s. 244).

Metoden er ikke særlig godt egnet til å verdsette tradisjonelle bedrifter, da den sannsynligvis vil undervurdere verdiene. Dette skyldes gjerne at immaterielle eiendeler ikke kan selges på markedet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 244). Eksempler på dette er humankapital, strukturkapital og relasjonskapital. Metoden undervurderer gjerne også materielle eiendeler som maskiner og inventar ettersom gjenstandene gjerne har høyere bruksverdi for bedriften (Kaldestad & Møller, 2016, s. 245).

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

I bransjer med mye usikkerhet og høy dynamikk kan fundamental verdivurdering være mindre optimalt. En slik verdivurdering kan undervurdere verdien av fleksibilitet i forbindelse med å kunne utvide, utsette eller avslutte prosjekter. Feilmarginen blir gjerne større med mye usikkerhet (Damodaran, 2012, s. 781). I den forbindelse vil opsjonsbasert verdsettelse være et nyttig supplement til fundamental verdivurdering (Hull, 2018, s. 818). En opsjon gir eieren en rett, men ikke en plikt til å gjøre en bestemt type investering (Hull, 2018, ss. 818-819). Damodaran deler realopsjoner i tre kategorier: muligheten til å utsette et prosjekt, muligheten til å utvide et prosjekt, og muligheten til å avslutte et prosjekt (Damodaran, 2012).

Det finnes et bredt utvalg av modeller for å prise realopsjoner som binominalmodellen og Black-Scholes-modellen. En annen metode for å verdsette opsjoner er Monte Carlo-simulering (Hull, 2018, s. 818). Dersom man inkluderer realopsjoner i en verdivurdering, er verdien av selskapet lik nåverdien av de estimerte kontantstrømmene og verdien av realopsjonen. Dette er definert i følgende formel (Kaldestad & Møller, 2016, s. 269):

$$\text{Verdi} = \text{Verdi "as is"} + \text{nåverdien av realopsjonen}$$

Verdien av en realopsjon er sensitiv ovenfor forutsetningene som brukeren legger inn i modellen. I tillegg er det en risiko for dobbeltelling ved at man ikke justerer for verdien av opsjonen i den fundamentale verdivurderingen (Damodaran, 2012, s. 938).

3.2 Valg av verdsettelsesmetode

Det finnes mange modeller som kan benyttes til å verdivurdere et selskap, men det er særdeles viktig å velge riktig modell for å treffe en rimelig vurdering. For å velge riktig modell er det viktig å vurdere tilgang på informasjon, tid til disposisjon, krav til pålitelighet, bransje og fase i livssyklusen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33). I dette kapitlet skal vi redegjøre for hvilke modeller vi har valgt for å verdivurdere egenkapitalen til Betsson.

3.2.1 Tilgang på informasjon

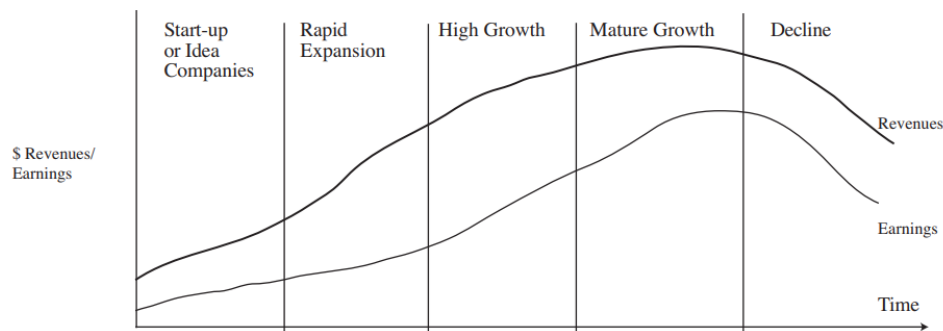
Det er svært viktig å ha tilgang på den informasjonen man trenger for å gjennomføre de ulike metodene. Det er ikke gitt at informasjonen som er nødvendig er tilgjengelig. En grundig verdivurdering krever store mengder med kvantitative og kvalitative informasjon. Man trenger blant annet tilgang til finansielle tall fra selskapet og de komparative bedriftene. Det er også viktig at man har informasjon om markedet, driften, produkter, politiske forhold, og en rekke andre faktorer.

Betsson har vært børsnotert i mange år og det finnes årsrapporter helt tilbake til 2003. De senere årene har selskapet også rapportert på ESG. Følgelig har man tilgang til mye informasjon om selskapet. Det er dog verdt å nevne at de ikke går ut med all strategisk informasjon. Betsson har for eksempel ikke gitt ut informasjon om den operasjonelle ledelsen eller ansvarsområdene til hver av de enkelte datterselskapene, men vi ønsker dog å presisere at den manglende informasjonen ikke vil påvirke verdsettelsen i stor grad.

Det er store mengder informasjon tilgjengelig om Betsson sine konkurrenter. I tillegg til dette finnes det et bredt spekter av informasjon om Bransjen, slik som analyser av markedet både med fokus på kvantitative- og kvalitative forhold. Som en konklusjon anser vi ikke tilgang på informasjon som et hinder for noen av de nevnte metodene.

3.2.2 Fase i livssyklusen

For å kunne estimere fremtidige kontantstrømmer er det viktig å vite hvor i livssyklusen selskapet befinner seg (Damodaran, 2012, s. 927). Vi viser til Damodaran sin modell vedrørende selskapers livssyklus:



Figur 3.1 - Livssyklus til et selskap (Damodaran, 2012, s. 645)

I lys av diskusjonen i kapittel 2 ser vi at Betsson kan kjennetegnes av både høy og moden vekst, men vi finner det mest riktig å plassere de innenfor høy vekst. Betsson preges fortsatt av høy inntektsvekst samtidig som resultatene vokser. Det finnes mange konkurrenter, og konkurrentene er av varierende størrelse og alder. Damodaran fremhever også at verdien til selskapene i denne fasen fortsatt i stor grad kan knyttes til fremtidig vekst (Damodaran, 2012, s. 645). Med tanke på at flere av Betsson sine markeder enda er i startfasen kan man argumentere for at en betydelig del av selskapsverdien fortsatt ligger i fremtidig vekst. Både USA, Asia-Stillehavet og Latin-Amerika er unge markeder som har mye vekst og utvikling foran seg. I tillegg til dette investerer fortsatt Betsson aktivt i oppkjøp og utvikling (Damodaran, 2012, s. 646).

3.2.3 Evne til å generere kontantstrøm

Damodaran hevder at man kan kategorisere eiendeler inn i tre grupper basert på eiendelens evne til å generere kontantstrømmer: eiendeler som genererer kontantstrøm nå eller i nær fremtid, eiendeler som kan generere kontantstrømmer i fremtiden, og eiendeler som aldri vil generere kontantstrøm. Han presiserer også at det passer seg å benytte kontantstrømmodeller for å verdivurdere selskaper som vil generere kontantstrømmer nå eller i nærfremtid (Damodaran, 2012, s. 927). Betsson er et selskap som har generert kontantstrømmer i lang tid, følgelig er det hensiktsmessig å benytte konantstrømmodeller.

3.2.4 Kjennetegn ved bransjen

Det finnes et stort antall konkurrenter innenfor nettbasert gambling, og selskapene har mange likhetstrekk. En viktig faktor er at det er vanskelig å skape helt unike produkter, så selskapene har en relativt lik produktportefølje. I tillegg til dette opererer selskapene i mange av de samme markedene, og i stor grad innenfor de samme segmentene. På grunn av de mange likhetene på tvers av selskapene er vi av den oppfatning at dette er en bransje som egner seg godt for komparativ verdivurdering.

3.2.5 Konklusjon

Det er mange forhold som bestemmer hvilke metoder som er mest hensiktsmessig å benytte for å verdsette egenkapitalen til Betsson. Med utgangspunkt i diskusjonen fra dette kapittelet har vi kommet frem til at fundamental verdsettelse er best egnet som hovedteknikk. Selv om Betsson kategoriseres som høy vekst har de generert kontantstrømmer i lang tid. Selskapet vil også skape kontantstrømmer i nær fremtid. I tillegg til dette har vi tilgang på tilstrekkelig med kvalitativ- og kvantitativ informasjon til å gjennomføre en fundamental verdsettelse. Dessuten kombinerer metoden flere fagområder som strategi, finans og regnskap. Vi tror derfor at denne metoden vil hensynta Betsson og bransjen på en helhetlig måte, og følgelig øke påliteligheten i verdiestimatet.

Det finnes tre grunnleggende, men ikke gjensidig utelukkende, tilnærminger til verdsettelse (Damodaran, 2012, s. 25). Vi har valgt å inkludere en komparativ verdsettelse hvor vi benytter multiplikatormodellen. Grunnen til dette er at vi anser bransjen og de komparative selskapene som godt egnet for en komparativ verdsettelse. I tillegg ønsker vi å kombinere de to metodene for å gi verdiestimatet mer pålitelighet (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 367).

3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering

For å gjennomføre den fundamentale verdsettelsen har vi valgt å basere oss på rammeverket fra kurset Verdsettelse (BUS440A) ved Norges Handelshøyskole. Dette rammeverket beskrives også av Palepu, Healy og Peek i boken *Business Analysis and Valuation* (2019). Oppsettet er som følger: (1) strategisk analyse, (2) regnskapsanalyse, (3) fremtidsregnskap, (4) fundamental verdsettelse, og (5) bruk/handling.

I den *strategiske analysen* skal vi identifisere verdidrivere og risikoer for selskapet, samt vurdere Betsson sitt inntjeningsgrunnlag på et kvalitativt nivå. Her vil vi også fokusere på å analysere bransjen og Betsson sin strategi med tanke konkurransefortrinn. Denne delen er svært viktig for å kunne gjennomføre videre analyse med mer presisjon.

Regnskapsanalysen har som mål å vurdere hvor godt regnskapet reflekterer Betsson sin virkelighet. Her vil vi fokusere på å identifisere regnskapsfleksibilitet og vurdere påliteligheten i regnskapet. Deretter vil vi omgruppere Betsson sin balanse og normalisere resultatet for å gjøre det egnet for analyseformål.

Det tredje trinnet vil være å estimere et *fremtidsregnskap* og *fremtidskrav* med utgangspunkt i innsikten fra trinn 1 og trinn 2. Deretter vil vi gjennomføre *verdsettelsen*. Her vil vi benytte oss av metodene som er begrunnet i kapittel 3.2. For å hensynta usikkerhet i verdiestimatet vil vi også gjennomføre sensitivitets- og simuleringsanalyse (Damodaran, 2012, s. 894). Helt til slutt vil vi presentere en handelsstrategi basert på vår analyse og vårt verdiestimat.

4. Strategisk analyse

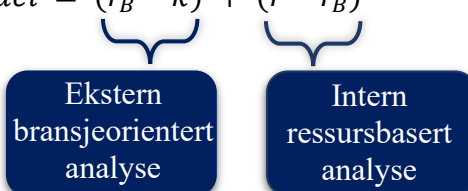
4.1 Rammeverk for strategisk analyse

I kapittel 4.1 vil vi foreta en kvalitativ strategisk analyse av Betsson og bransjen i den hensikt å kunne analysere underliggende økonomiske forhold som kan ha en mulig påvirkning på selskapet. Analysen ser på både bransje- og selskapsspesifikke forhold, i dette tilfellet den globale nettbaserte gamblingbransjen og Betsson. Formålet med analysen er å kunne identifisere kilder til en strategisk fordel eller ulempe. Den strategiske analysen vil være sentral for den kommende regnskapsanalysen i form av strategisk rentabilitetsanalyse, og videre fremtidsregnskap. Litteraturen som benyttes i kapittelet er Barney (2014), Grant (2019) og Erichsen et. al. (2018). Teoretisk litteratur kombinert med rammeverket som er presentert av Knivsflå (2022) vil være grunnlaget for utarbeidelse av den strategiske analysen.

Den strategiske analysen brukes for å kartlegge hva som er Betsson sine strategiske fordeler og ulemper, og da hvilken strategisk posisjon selskapet har. For å kartlegge en strategisk fordel, kan man se på superrentabilitet. Dersom et selskap har evne til å generere en rentabilitet utover avkastningskravet, har selskapet en strategisk fordel. Dette kan uttrykkes slik (Knivsflå, F2, 2022, s. 6):

$$\text{Strategisk fordel} = r - k$$

Vi kan videre dekomponere den strategiske fordelen i en ekstern bransjeorientert strategisk fordel (r_B) og intern ressursbasert strategisk fordel ($r - r_B$). Dette kan uttrykkes som følger (Knivsflå, F2, 2022, s. 25):

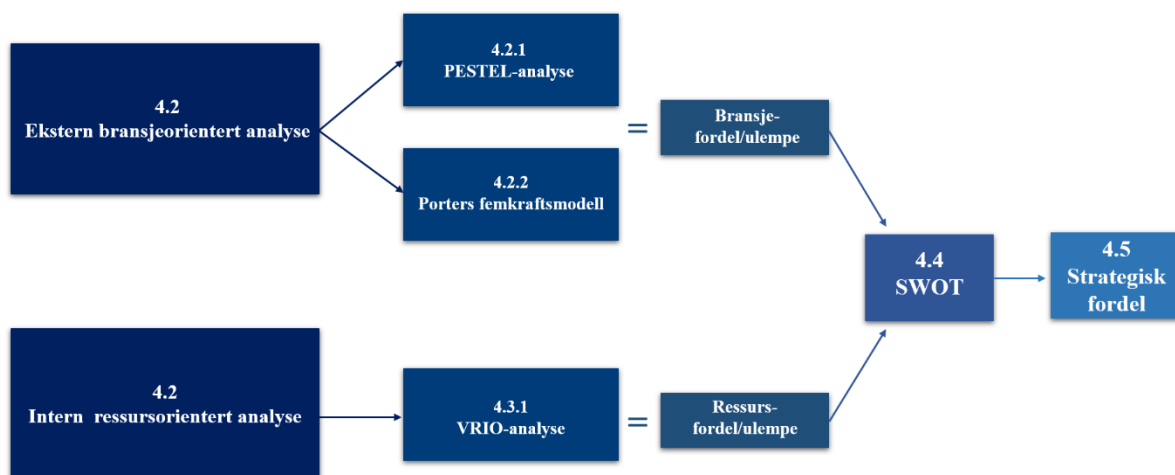
$$\text{Strategisk fordel} = (r_B - k) + (r - r_B)$$


Det første leddet ($r_B - k$) viser om bransjen skaper en rentabilitet som er større enn avkastningskravet, og man kan slik se om bransjen har en fordel eller ulempe. Det andre leddet ($r - r_B$) ser på selskapets rentabilitet og om denne er større enn rentabiliteten i bransjen. Dersom dette leddet er positivt, tilsier det at Betsson har en ressursfordel som følge at selskapet genererer en større rentabilitet enn gjennomsnittsselskapet i bransjen (Knivsflå, F2, 2022, s. 54).

Målet med den *eksterne analysen* er å undersøke hvorvidt den nettbaserte gamblingbransjen har en bransjefordel eller bransjeulempe, og identifisere hva som kan være eventuelle kilder til dette. Analysen består av to deler; PESTEL-rammeverket og Porters femkraftsmodell. Gjennom PESTEL-rammeverket ønsker vi å se på hvordan ulike makroforhold påvirker bransjens lønnsomhet, mens Porters-rammeverket brukes for å undersøke påvirkningskraften til fem ulike konkurransekrefter og således bransjens konkurranseintensitet. Analysen vil altså se på forhold som er felles for alle selskaper i bransjen, og hvordan disse påvirker rentabiliteten som kan skapes.

Formålet med den *interne analysen* er å se på Betsson sine interne ressurser og organisatoriske styrker. Ved å analysere slike faktorer, ønsker vi å kartlegge om Betsson har en ressursfordel eller ressursulempe, altså om de genererer en rentabilitet som er større enn bransjen. For å kunne gjøre dette vil vi benytte VRIO-rammeverket.

Figuren under viser rammeverket for den strategiske analysen:



Figur 4.1 - Rammeverk strategisk analyse

Den eksterne bransjeorienterte analysen kan benyttes for å avdekke potensielle muligheter og trusler i den nettbaserte gamblingbransjen, og hvordan Betsson kan bruke sine interne ressurser til å respondere på slike muligheter og trusler. Her vil den interne ressursbaserte analysen gi god innsikt knyttet til Betsson. Det vil videre benyttes en SWOT-analyse for å koble sammen og oppsummere funnene gjort i både den eksterne og interne analysen, som vil være sentralt for å kunne foreta en strategisk vekstanalyse i kapittel 4.6.

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

I dette kapittelet vil vi foreta en ekstern bransjeorientert analyse med den hensikt å kunne identifisere muligheter og trusler i den nettbaserte gamblingbransjen, samt å kunne forstå lønnsomhetspotensialet til bransjen som helhet. Med dette ønsker vi å undersøke om en bransjefordel er fremkommende, noe som kan føre til en strategisk fordel. En bransjefordel kan foreligge dersom netto driftsrentabilitet er større enn netto driftskrav i bransjen. En potensiell bransjefordel undersøkes som en helhet, ikke for hver enkelt aktør. Gjennom analysen vil vi også se på hvordan konkurransen i bransjen vil utvikle seg, og hvilke implikasjoner dette vil ha for truslene og mulighetene som Betsson og bransjen står ovenfor (Barney, 2014, s. 9). Den eksterne bransjeorienterte analysen er sammensatt av PESTEL-rammeverket og Porters femkraftsmodell, i tillegg til faktagrunnlag som diskutert i kapittel 2.3 og 2.4.

4.2.1 PESTEL-analyse

Videre vil vi foreta en PESTEL-analyse for å se på ulike makroforhold som har en påvirkning eller vil i fremtiden ha en påvirkning på den nettbaserte gamblingbransjen (Erichsen, Solberg, & Stiklestad, 2018). Ved å benytte rammeverket er det mulig å kartlegge det makroøkonomiske miljøet selskapet opererer i, hvilke faktorer som har en påvirkningskraft i bransjen og hvilke fremtidige situasjoner som kan oppstå. PESTEL-analysen ser på *politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige* og *juridiske* forhold (Erichsen, Solberg, & Stiklestad, 2018). Figuren under er en illustrasjon av PESTEL-rammeverket.



Figur 4.2 - PESTEL-rammeverket

Politiske forhold

Vi har tidligere omtalt og beskrevet *myndighetsreguleringer* og *lisenser* som viktige forhold som påvirker bransjen i kapittel 2.3. Politisk stabilitet hjelper til med å lage en bransje som er forretningsvennlig, med mer forutsigbare veksttrender. Dersom det er politisk uro, vil det påvirke investorer og aktørers syn og tiltro til et selskaps økonomiske muligheter (Erichsen, Solberg, & Stiklestad, 2018). Det vil dermed være viktig å vurdere hvordan politiske forhold påvirker bransjen og dens mulighet til vekst.

Myndighetsregulering

Flere land har åpnet opp for nettbasert gambling de siste årene, hvilket gir bransjen gode vekstutsikter, og selskapene får mulighet til å ekspandere og kapre nye markedsandeler i fremvoksende markeder. Det er dog viktig å merke seg at regulerte markeder gjerne har strenge krav fra statlige myndigheter i form av endring av forskrifter og lover, begrensninger, skattepålegging og krav om lokale lisenser (Gambling Commission, u.å.). Grad av regulering varierer fra land til land, hvor noen land er mer attraktive å operere i enn andre grunnet mindre reguleringer. Flere land har innført høyere skatt på gamblingaktiviteter slik som i Storbritannia, hvilket vil være en stor påvirkningsfaktor på bransjen (Esse N Videri, 2022).

Myndighetsregulering kan føre til innskrenkning av vekst og økt konkurranse i ulike markeder, og vil kunne være en stor trussel for bransjen. Påvirkningskraften til myndigheter vil variere fra land til land. Land slik som Finland har monopol på nettbasert gambling, og myndighetene har større påvirkningskraft her sammenlignet med andre land hvor det tillates både offentlige og private aktører (Ministry of the Interior, u.å.). Større reguleringer gjør at selskapene må være mer tilpasningsdyktige, hvilket skaper mer usikkerhet og større risiko for bransjen og investorer. Vi anser myndighetsreguleringer som en politisk faktor med stor påvirkningskraft på bransjen både nå og i fremtiden.

Lisenser

Krav om lisenser er et regulatorisk tiltak statlige myndigheter har innført for å oppnå større kontroll (Esse N Videri, 2022). De fleste nettbaserte gamblingvirksomheter opererer i dag med offshore lisenser, hvor de åpner plattformene sine for land som ikke krever lokal lisens. Krav om lokale lisenser i regulerte markeder gjør det problematisk og i flere tilfeller umulig å drive nettbasert gambling med offshore lisenser (Esse N Videri, 2022) (PwC, 2021). Ergo medfører det at aktørene må søke om lisens i det relevante markedet og tilpasse seg de lokale lovene. Aktører blir dessuten ansett som mer pålitelig for forbrukerne i det tilfelle de har lokale lisenser ettersom de vil da drive virksomhet lovlig i markedet (PwC, 2021). Å gamble hos uregulerte aktører som ikke har lokale lisenser er en større risiko for forbrukeren. I uregulerte markeder og hos ulisensierte aktører er det nemlig større risiko for tvilsom aktivitet slik som svindel, falske bonustilbud, problemer knyttet til betaling, og økonomisk tap som følge av manglende utbetaling av gevinster (PwC, 2021).

Krav om lokale lisenser vil innebære en begrensning på hva en aktør kan tilby markedet og hvordan de driver sin virksomhet. Med offshore lisenser er det mindre begrensninger til

selskapene, og det er enklere å oppnå slike lisenser. Offshore lisenser er i tillegg attraktivt å bruke grunnet fordeler slik som lavere skatt og mindre operasjonelle kostnader, samt at det stilles mindre krav fra myndigheter knyttet til informasjonsdeling (Alhqvist, 2022). Derimot holder ikke denne type lisenser i de markedene som krever lokale lisenser, og det er således vanlig at aktørene både har offshore- og lokale lisenser.

Regulerte markeder forbyr gjerne ulisensierte selskaper å ta imot kunder fra deres land, og selskapene må derfor blokkere IP-adresser fra dette landet. Det er dog forbrukere som kommer seg rundt denne blokkeringen med VPN-programmer. Disse programmene lar forbrukeren manipulere IP-adressen knyttet til den digitale enheten, og de kan følgelig få tilgang til nettbaserte gambling sider utenfor landets blokkering. Trusselen fra VPN-programmet øker dersom forbrukeren opplever at de kan få bedre vilkår hos aktører som er utenfor restriksjonen (O'Driscoll, 2022).

En aktør som kun opererer i uregulerte markeder, vil ha større politisk usikkerhet grunnet trenden mot mer regulering. Når et land innsetter lokale lisenser, vil selskapet miste inntektene sine fra dette landet frem til de eventuelt mottar en lokal lisens (Esse N Videri, 2022). I henhold til det ovennevnte anser vi lisenser til å ha en stor påvirkningskraft på bransjen.

Påvirkningen av politiske forhold oppsummeres i figuren under:

Argument	Grad av påvirkning
Myndighetsreguleringer kan føre til innskrenkning for videre vekst og økt konkurranse i bransjen	Stor
Større krav knyttet til lisenser for å operere i markedet fører til mindre markedsvekst	Stor
Konklusjon politiske forhold	Stor

Tabell 4.1 - Påvirkning av politiske forhold

Økonomiske forhold

I delkapittel 2.3.2 har vi fremhevet flere økonomiske forhold som påvirker verdensøkonomien og den nettbaserte gambling bransjen. Forholdene vi har fokusert på er *valutakurser*, *BNP-vekst*, *inflasjon*, *styringsrenter*, og *kjøpekraft*. Påvirkningen på den nettbaserte gamblingbransjen er sammensatt og flere av faktorene bunner ut i kundenes kjøpekraft og valutakurser. Vi har derfor valgt å fokusere på valutakurser og kjøpekraft i PESTEL-analysen.

Valutakurser

Valutakurser vil påvirke gamblingsselskapene sine resultater som følge av at de er eksponert mot mange markeder og mottar betalinger i en rekke forskjellige valutaer. Vekslingkursen som selskapene oppnår, vil følgelig kunne påvirke resultatene både positivt og negativt.

Eksempelvis blir Betsson påvirket av vekslingskursen de oppnår i forhold til deres lokale valuta, den svenske kronen. Dersom EUR styrker seg mot SEK, vil Betsson oppnå høyere inntekt i SEK, og motsatt dersom EUR svekker seg.

Usikkerheten i de økonomiske utsiktene gjør det vanskeligere å forutse hvordan de finansielle markedene vil bevege seg. Denne usikkerheten påvirker også valutamarkedet, og det kan komme uventede bevegelser i perioden fremover, noe som gjør det vanskelig å sikre seg. Samtlige av de komparative selskapene benytter seg av forskjellige finansielle instrumenter for å sikre sin valutaeksponering, men man kan se av årsrapportene at de fortsatt blir påvirket av variasjon i valutakursene. For å illustrere valutarisikoen ønsker vi å trekke frem et konkret eksempel; flere gamblingsselskaper har, og har hatt, inntektseksponering mot Tyrkia. 27.08.2021 kostet en euro ~TRY 9,85, men 29.09.2022 var vekslingskursen ~TRY 18,03. Dette tilsvarer en svekkelse på 83 %.

Kjøpekraft

Som nevnt preges internasjonal økonomi av krigen i Ukraina, globale forsyningskjedeproblemer, energikrise, nedstengte havner i Kina, svak etterspørsel, samt en verdensomspennende levekostnadskrise (SSB, 2022a, s. 3). I tillegg til dette kan vedvarende høy inflasjon og utsikter for høye renter trekke flere steder av verden inn i et stagflasjonsforløp, hvor veksten er svak samtidig som inflasjon er høy (SSB, 2022a, s. 3). Med tanke på de diskuterte forholdene i kapittel 2.3 er det er mange forhold i verden som skaper usikkerhet i tiden fremover, og det flere forhold som tyder på at disponibel realinntekt kan bli svekket i flere land.

I lys av nevnte forhold kan man tenke at gambling ikke er å anse som et nødvendighetsgode. Individens gamblingvaner vil derfor kunne bli påvirket av økte kostnader på andre arenaer, og potensielt resultere i mindre penger til gambling. I tillegg er det viktig å merke seg at gambling ikke nødvendigvis krever store pengesummer av hvert enkelt individ. Det er enda uklart hvor stor påvirkning disse forholdene vil ha på den økonomiske aktiviteten i bransjen. Selskapenes globale diversifiseringen vil kunne påvirke hvor stor effekten av de økonomiske forholdene blir, da forholdene til en viss grad vil variere fra land til land. På den andre siden har vi sett av analysen at trendene er negative for de fleste av de relevante økonomiene.

Når man ser på Q2 utviklingen fra 2021 til 2022 hos de komparative selskapene har utviklingen vært varierende, men det er flere av selskapene som har rapportert fall i inntektene kvartal over kvartal. Det er dog vanskelig å si hvor mye, eller om, dette kan relateres til endring

i forbrukernes disponible realinntekt. Grunnen til dette er at det er svært mange forhold som påvirker inntektene fra år til år, eksempelvis reguleringene av det nederlandske markedet. I sum er det vanskelig å gi en eksakt konklusjon på hvordan disse forholdene vil påvirke markedet, men vi estimerer at de nevnte forholdene vil ha en middels negativ påvirkning.

Argument	Grad av påvirkning
Ulike forhold i verden vil øke usikkerheten knyttet til valutakurser	Middels
Negative utsikter for disponibel realinntekt kan føre til redusert etterspørsel	Middels/liten
Konklusjon økonomiske forhold	Middels

Tabell 4.2 - Påvirkning av økonomisk forhold

Sosiokulturelle forhold

Som tidligere diskutert i kapittel 2.3 vil sosiokulturelle faktorer som *befolkningsvekst*, *COVID-19 pandemien*, *gamblingavhengighet*, *holdninger* og *sportslige arrangementer* ha en påvirkning på bransjen på forskjellige måter. Sosiokulturelle faktorer er relevant å se på grunnet den globale utstrekningen som nettbasert gambling har hatt de siste tiårene.

Befolkningsvekst

Den økende befolkningsveksten i verden gjør at ulike regioner og verdensdeler har en fremvoksende industri hvorav levevilkår er forbedret (UN, 2022). Europa, Asia-Stillehavet og Amerika er de største regionene innenfor nettbasert gambling, hvor flere land innenfor hver av regionene kan anses som fremvoksende markeder. Asia-Stillehavet har en voksende økonomi med en økende disponibel inntekt for middelklassen. Regionen har blitt mer digitalisert gjennom større og forbedret internetttilgang, større tilgjengelighet av smarttelefoner og datamaskiner hos innbyggere, samt bedre digital kompetanse (Marketline, 2022). Dette legger grunnlag for at regionen er et voksende marked for bransjen, og befolkningsveksten vil gi mulighet for aktører å kapre markedsandeler i fremtiden. Asia stod for 60 % av verdensbefolkningen i 2021, noe som tilsier at et økt fokus på satsing i markedet vil prege fremtiden for nettbasert gambling. Asia-Stillehavet er prognosert til å ha en årlig vekst på 8,9 % frem til 2026 og oppnå en markedsverdi på USD 38,8 milliarder (Marketline, 2022).

Andre verdensdeler slik som Afrika og Latin-Amerika opplever på lik måte som Asia en stor befolkningsvekst og voksende økonomisk industri. Yrkesaktive i regionene har økt, noe som gir gode muligheter for økt økonomisk vekst og disponibel inntekt per innbygger (World Bank Group, 2021). Potensielle forbrukere i regionen vil som følger har mer penger til andre fritidsaktiviteter slik som gambling. Befolkningsveksten rundt om i verden vil kunne føre til

økt etterspørsel etter nettbasert gambling og gi vekstmuligheter for industrien i fremtiden. Vi anser således befolkningsvekst som en faktor som gir moderat effekt på det nettbaserte gamblingmarkedet.

COVID-19 pandemien

Pandemien som har preget hele verden de siste årene, har hatt en stor påvirkning på gamblingindustrien. Før pandemien var det observert et skiftende fokus mot nettbasert gambling som videre ble styrket av nedstengning av tradisjonell gambling som følge av pandemien (Hajro et.al., 2021). Økende hastighet for teknologisk utvikling er med på å propellere interessen for gambling gjennom smarttelefoner og datamaskiner, som ble mer populært under pandemien (Marketline, 2021). For øvrig ble interessen til nettbasert gambling forsterket av gjenopptakelse av sportsaktiviteter slik som fotball, amerikansk fotball og tennis etter pandemien. Sportsarrangement slik som OL i Japan ble utsatt ett år, men etter gjenåpning av samfunnet ble det gjennomført, noe som økte etterspørsel (Marketline, 2022). Sportsarrangementet VM 2022 i Qatar øker etterspørsel og kundeaktivitet for nettbasert gambling og skaper markedsvekst i industrien. Det skiftende fokuset til nettbasert gambling, spesielt gjennom smarttelefoner og datamaskiner som følge av pandemien og gjenåpning av samfunnet, gjør at vi anser pandemien som en faktor som har gitt stor effekt på bransjen.

Avhengighet

Spillavhengighet er som nevnt tidligere erklært som en medisinsk lidelse, noe som gjør at aktører innenfor den nettbaserte gamblingbransjen har et visst ansvar for sine kunder. Avhengighet av gambling kan føre til negative konsekvenser i en kundes liv slik som store finansielle tap, helseproblemer og ødelagte personlige forhold (Healthdirect, 2020). Det finnes undersøkelser som tilsier at nettbasert gambling kan være mer avhengighetsskapende enn tradisjonell gambling, hvilket betyr at sosialkostnaden er høyere (Fiedler, 2018). Avhengighet er en av grunnene til at myndigheter regulerer markedet, og forutsatt at det viser seg at nettbasert gambling blir et problem i form av avhengighet kan dette føre til strengere reguleringer, og i verste fall utestengelse fra noen markeder (Esse N Videri, 2022). Avhengighet er også en av grunnen til at noen land er svært restriktive til gambling per nå (Fiedler, 2018).

Den nettbaserte gamblingbransjen forsøker dog å tilpasse seg på en slik måte som minimaliserer risikoen for avhengighet. Aktører har gjennom kunstig intelligens og Big Data mulighet til å undersøke og ha et økt fokus på kunder som har avvikende spillemønstre.

Selskapene kan også bruke ulike verktøy for å forhindre spillere fra å bli avhengig (Auer & Griffiths, 2022). For øvrig har noen selskaper startet med ESG-rapportering, hvorav de blant annet rapporterer på hvor mange av kundene som blir vurdert som høy risiko i det gitte året. I den forstand et selskap påfører sine kunder spillavhengighet, vil investorer bli mer skeptiske og kreve større rapportering på dette området, hvilket vil vises i ESG-rapporteringen (KPMG Malta, 2022). Vi tror endog at rapporteringen vil være en positiv utvikling for markedet, hvor selskapene får insentiver til å jobbe for å redusere avhengige spillere, samt at det fremviser hvor liten del av kundegruppen som rammes av avhengighet.

Vi ønsker videre å poengtere at selskapene potensielt kan ha insentiver til å underrapportere på disse forholdene. Som nevnt er avhengighet et argument mot legalisering av gambling, og det vil av den grunn være en fordel for selskapene om de klarer å vise at de skaper færrest mulig avhengige kunder. For øvrig vil avhengighet potensielt være et forhold som kan skremme investorene, og føre til økte reguleringer.

På kort sikt vil kan det formodentlig være økonomisk lønnsomt for et selskap å ha avhengig kunder, da de spiller mer og tar mindre rasjonelle avgjørelser (Gainsbury, 2015). Dette fører igjen til at selskapene tjener mer penger på disse kundene. I så måte kan man derfor vurdere om avhengige kunder faktisk er en fordel og en immateriell eiendel for selskapene. Dette taler for at selskapene har insentiver til å underrapportere og beholde slike kunder, istedenfor å ekskludere de fra plattformene sine.

På lang sikt er det derimot tvilsomt om det er lønnsomt for selskapene å ha avhengige kunder. Som presisert tidligere vil en avhengig kunde møte på diverse problemer, som potensielt tvinger de til å stoppe med gambling. Det er følgelig viktig å merke seg at effekten av avhengige kunder muligens kun har en positiv påvirkning på resultatet på kort sikt. Selv om selskapene har insentiver til å underrapportere, er det de store og seriøse aktørene som har startet med rapportering. Kredibilitet er viktig for disse selskapene, da det er stor konkurranse, og konsekvensene av å bli tatt for å underrapportere vil dermed være store (KPMG Malta, 2022). Dessuten tror vi det er mer bærekraftig på lang sikt for selskapene å jobbe mot å redusere avhengige kunder, da dette potensielt vil gi tilgang til nye markeder og skape langvarige kundeforhold.

Samlet sett vurderer vi avhengighet til å ha en middels påvirkning på bransjen av den grunn at det er en svært liten andel av kundene som er påvirket. Videre ser vi at flere land har legalisert nettbasert gambling de seneste årene, og dette kan tyde på at de positive sidene overveier de

negative. Som nevnt kan nemlig nettbasert gambling være en positiv bidragsyter hva gjelder skatteinntekter.

Oppsummert anser vi de ulike sosiokulturelle faktorene som er nevnt over til å ha en middels påvirkningskraft. Figuren under viser oppsummering av de ulike faktorene:

Argument	Grad av påvirkning
Økt befolkningsvekst fører til økt etterspørsel og vekstmuligheter for fremtiden	Middels
Endret fokus mot nettbasert gambling etter pandemien gir større etterspørsel	Middels
Nettbasert gambling kan føre til spillavhengighet for forbrukere	Middels
Konklusjon sosiokulturelle forhold	Middels

Tabell 4.3 - Påvirkning av sosiokulturelle forhold

Teknologiske forhold

I kapittel 2.3 trakk vi frem internettpenetrasjon, utvikling av 5G-nett, Big Data og betalingsmetoder som viktige teknologiske forhold som påvirker bransjen.

Internettpenetrasjon og utvikling av 5G-nettet

De siste årene har det vært stor internettpenetrasjon rundt om i verden, spesielt i Asia-Stillehavet, og det har blitt en merkverdig økning i datamaskiner og smarttelefoner de siste årene. Dette har vært viktige forhold som har lagt grunnlaget for mye av markedsveksten (Esse N Videri, 2022). Bedre og mer tilgjengelig internett har gjort det enklere og mer effektivt å gamble nettbasert, som styrkes av den teknologiske utviklingen. Brukervennligheten har blitt mer effektiv og digitale enheter har fått bedre grafikk og funksjoner. Ettersom nettbasert gambling foregår digitalt, vil denne utviklingen ha en stor påvirkningskraft på bransjen og gi muligheter for videre markedsvekst (Deloitte, 2022).

I likhet med økt tilgjengelighet av internett, har utviklingen av mobilnett styrket markedsveksten. Utvikling av 5G-nettet gir en netthastighet som gjør at sanntidsgambling kan bli enda mer utbredt og forbedret. Sanntidsgambling er stort innenfor segmentet sportstipping, og vil prege markedet fremover (Marketline, 2022). Sportstipping er, som nevnt i kapittel 2.2, det største segmentet innenfor nettbasert gambling, spesielt i Europa. Utviklingen av 5G-nett og smarttelefoner gjør at sanntidsgambling blir mer attraktivt og tilgjengelig, noe som vil styrke veksten innenfor sportstipping (Gambling Commission, 2021). Samlet sett er den teknologiske utviklingen viktig forhold for markedsveksten, da den gir muligheter for å nå ut til nye kunder, og gjøre nåværende produkter mer attraktive.

Big Data og analyseverktøy

Flere aktører investerer i analyseverktøy og kunstig intelligens. Investeringen gi aktøren mulighet til å bruke Big Data på en slik måte at de kan optimalisere og effektivisere driften. Ved å bruke Big Data kan selskaper se avvik i kundemønstre og da oppdage kunder med adferd som kan tyde på avhengighet (Auer & Griffiths, 2022). Verktøyet kan brukes for å overvåke kundeaktivitet og vurdere hvordan markedene reagerer på spill, noe som gir selskapene anledning til å tilpasse og justere spillporteføljene sine. Videre kan selskapene benytte verktøyet i den hensikt å drive personlig markedsføring ved å bruke Big Data (Marketline, 2022). Nettsider kan utvikles på en slik måte at hver enkelt bruker får en spesialisert nettside for å gjøre brukeropplevelsen bedre. Å vite hvordan kunden tenker og hva deres adferdsmønster er, vil kunne hjelpe selskap å oppnå konkurransefortrinn. Dette er en stor påvirkningsfaktor som vil prege bransjen fremover og kan bidra til en bransjefordel.

Argument	Grad av påvirkning
Big Data er viktig for å kartlegge avvik i kundemønstre	Middels
Større tilgjengelighet på internett gir mulighet for nye markeder og markedsvekst	Stor
Forbedret visuelle effekter gjøres mulig å tilby kunden gjennom økt netthastighet som 5G-nettet tilbyr	Middels/stor
Konklusjon teknologiske forhold	Stor

Tabell 4.4 - Påvirkning av teknologiske forhold

Miljømessige forhold

Vi har identifisert miljømessige forhold som vil ha en påvirkning på den nettbaserte gamblingbransjen. Disse forholdene har vi lagt frem og diskutert i kapittel 2.3. Faktorene anses ikke som å ha spesielt stor påvirkning på det nettbaserte gamblingmarkedet, men de blir diskutert i korte trekk og oppsummeres i figuren under.

Økt fokus på bærekraft har ledet til en trend hvor flere selskaper praktiserer integrert rapportering gjennom å rapportere om ESG i årsrapporten (KPMG Malta, 2022). Vi anser denne trenden som å ha en liten effekt på bransjen. Grunnen er at selskaper i det nettbasert gamblingmarkedet er teknologiselskap og opererer gjennom internett. Påvirkning på CO₂-utslipp og miljø er svært liten i forhold til i andre bransjer. Fokuset i ESG er dermed mer relatert til faktorer knyttet til sosiale forhold (S) og organisasjonsstyring (G) (KPMG Malta, 2022).

Andre forhold som påvirkes av økt fokus på bærekraft er energiforbruket til selskapene i markedet. Dette er energibruk knyttet til servere og skyløsninger, reising hos ansatte og type kontor som selskaper bruker (Betsson, 2022). Å ikke ta stilling til det økte miljøfokus kan

påvirke selskap slik som at det kan bli mer krevende å få tilgang på kapital fra banker og investorer. Flere investorer krever mer åpenhet om selskapenes miljøfokus, og det er viktig at selskapene tar stilling til dette selv om de har relativt lave utslipp (KPMG Malta, 2022). Som en konklusjon anser vi miljømessige forhold til å ha en liten effekt på bransjen.

Argument	Grad av påvirkning
Økt anskaffelse av digitale enheter for å drive nettbasert gambling påvirker miljøet	Liten
Fokus på ESG-rapportering vil være tidkrevende og kostbart for selskaper	Liten
Usikkerhet fra investorer om selskapets bærekraftsfokus vil svekke selskapets attraktivitet	Liten/middels
Konklusjon miljømessige forhold	Liten

Tabell 4.5 - Påvirkning av miljømessige forhold

Juridiske forhold

Det siste forholdet i PESTEL-analysen som kan ha en påvirkning på bransjen er juridiske forhold. I kapittel 2.3 ble det nevnt og diskutert ulike juridiske forhold i forskjellige land som påvirker aktører som ønsker å operere i markedet. Juridiske forhold kan påvirke fremtidig markedsvekst og innovasjon, hvorav de statlige myndighetene som regulerer markedet har stor påvirkningskraft. Bransjen er preget av juridiske lover knyttet til *regulering, mindreårig gambling, hvitvasking, skatt og lisenser*.

Reguleringer

Reguleringer i markedet er ulike i forskjellige regioner. Land knyttet til EU kan velge selv hvordan de ønsker å regulere gamblingmarkedet så lenge de følger EU-traktaten, slik at forbrukerne blir ivaretatt (European Commission, 2022). I USA har hver stat ulik jurisdiksjon, Canada har ulike provisjoner og India har ulike regioner som regulerer gamblingmarkedet på en egen måte. Noen land, slik som Finland, har statlig monopol, mens andre land er mer fleksibelt på hvem som kan operere i markedet (Esse N Videri, 2022).

Mindreårige og hvitvasking

De fleste land i verden krever at en forbruker må være fylt 18 år for å foreta gambling, mens noen land krever at de må være over 21 år. I USA er det ulik alder fra stat til stat. Aldersgrense er med på å skape mer lovlig gambling som styrker kredibiliteten til bransjen som følge av at mindreårige ikke har lov å foreta noe aktivitet (Rose, 2022).

Land har også lover for å forhindre hvitvasking. Hvitvasking gjennom gambling kan eksempelvis gjøres ved at forbrukere skjuler unna store summer gjennom å legge dem inn på

kontor hos gamblingsselskap. Slike lover er til for å forhindre slik aktivitet, og det settes følgende krav til bransjen (Esse N Videri, 2022).

Lisens og skattelover

Som nevnt tidligere krever ulike land at aktører i markedet må ha lokal lisens i regulerte markeder. Aktører som har lokal lisens, må gjennom skattelover betale skatt til jurisdiksjonen de har lisens i. Driver selskapet gamblingvirksomhet med offshore lisens betales det skatt til landet lisensen opprinnelig er fra. Mange selskap er lokalisert i land som tilbyr mer gunstige skattelover og offshore lisenser, slik som i Malta. Eksempelvis økte England skatten fra 15 % til 21 % for gamblingsselskaper i 2019 (Law&Trust International, u.å.). Slike endringer i lovgivning i landet påvirker selskapenes resultater. Det er dermed viktig for aktører å ha god likviditet for å kunne tåle økte skattekostnader og andre juridiske endringer.

Oppsummert mener vi at juridiske forhold slik som *lovgivning knyttet til regulering, lisenser og skatt* har stor effekt på bransjen. Usikkerheten vedrørende lovgivning i ulike land påvirker selskapenes evne til å operere i markeder. I tabellen under oppsummeres grad av påvirkning fra ulike juridiske forhold:

Argument	Grad av påvirkning
Nye lovgivninger skaper usikkerhet i markedet og reduserer vekstmuligheter	Stor
Økte skatter og strengere regler knyttet til lisenser vil gi økte kostnader for selskap	Stor
Konklusjon juridiske forhold	Stor

Tabell 4.6 - Påvirkning av juridiske forhold

Oppsummering PESTEL-analyse

Den ovennevnte diskusjonen som gjort i PESTEL-analysen oppsummeres i figuren under:



Figur 4.3 - Oppsummering av PESTEL-analysen

Av tabellen over ser vi at det er flere forhold som påvirker det nettbaserte gamblingmarkedet, hvor graden av påvirkning varierer. Vi anser *politiske, teknologiske og juridiske* forhold å ha størst innvirkning på bransjen nå og i fremtiden. De politiske og juridiske forholdene er svært sentrale når det kommer til utviklingen av bransjen. Strengere reguleringer og innføring av lover knyttet til lisenser, skatt og markedsføring demper vekstmuligheter for selskaper og skaper større risiko i å drive virksomhet i ulike land. Krav om lisenser settes som en sentral faktor, og gjør at aktører må ha større omstillingsevne for å håndtere endringer og potensielle konsekvenser som medfølger.

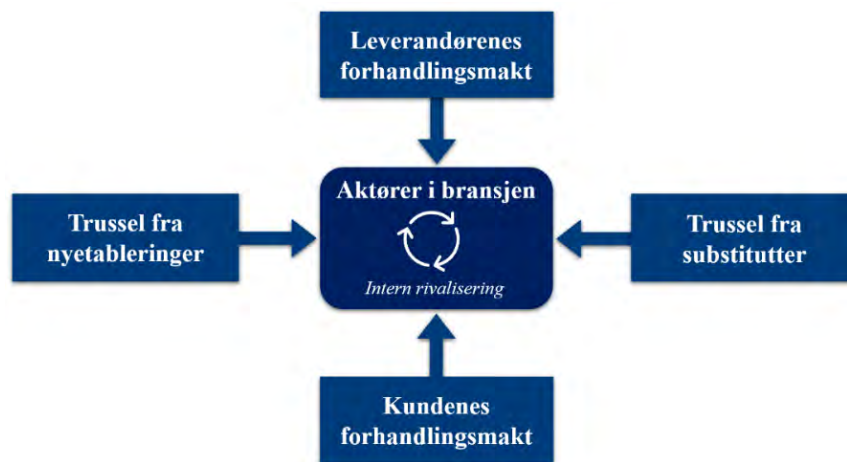
Regioner som opplever stor befolkningsvekst og bedre livsvilkår slik som Asia-Stillehavet og Latin-Amerika, anses som fremvoksende markeder. Slike markeder knyttes til den store teknologiske utviklingen med større internettpenetrasjon og tilgang til smarttelefoner og datamaskiner. Utviklingen er med på å skape markedsvekst og er positivt for bransjen. Flere markedsområder som følge av fremvoksende markeder vil ha stor innvirkning for lønnsomheten og konkurranseforholdene i bransjen, samt fremtidsutsiktene. Høy konkurranse i bransjen gjør at et selskaps evne til å fange opp endring i kundemønster, ved bruk av kunstig intelligens og Big Data, i tillegg til å være med på den teknologiske utviklingen, vil være viktig for videre vekst. Avslutningsvis trekker PESTEL-analysen frem COVID-19 pandemien som en bidragsyter for et skiftende fokus mot nettbasert gambling fremfor tradisjonell gambling. Større og enklere tilgjengelighet til gambling gjennom internett gir grunn for endring i kunders preferanse, og vil være positivt for fremtidsprognoser for bransjen.

PESTEL-analysen danner et viktig grunnlag for å forstå det makroøkonomiske miljøet som Betsson opererer i, og hvilke forhold som har en påvirkningskraft i bransjen. Videre ønsker vi å analysere strategiske forhold i den nettbaserte gamblingbransjen gjennom Porters femkraftsmodell for å supplere den eksterne bransjeorienterte analysen. Dette gjøres for å hensynte begrensningene som knyttes til PESTEL-analysen, hvorav Porters femkraftsmodell gir innsikt direkte i bransjen og krefter som påvirker hver part, istedenfor makroforhold som er i stor grad upåvirkbare for selskaper i den nettbaserte gamblingbransjen.

4.2.2 Porters femkraftsmodell

I dette kapittelet vil vi se på bransjen direkte gjennom å analysere ulike faktorer som har en påvirkningskraft på konkurransesituasjonen i den nettbaserte gamblingbransjen, i tillegg til bransjens lønnsomhet. For å kunne gjøre dette vil vi benytte Porters femkraftsmodell. Porters femkraftsmodell er en modell som vurderer lønnsomheten til en bransje ut fra fem konkurransekrefter: *intern rivalisering, trussel fra nyetableringer, trussel fra substitutter,*

leverandørenes forhandlingsmakt og *kundenes forhandlingsmakt* (Grant, 2019, s. 65). Figuren under illustrerer modellen:



Figur 4.4 - Porters femkraftsmodell

Porters femkraftsmodell er strukturert på en slik måte at jo større konkurransekraftene er, desto mindre attraktiv er bransjen å operere i. Grunnen til dette er at stor intern konkurranse, høye etableringsbarrierer og større forhandlingsmakt hos kunder og leverandører potensielt kan redusere lønnsomheten. I det tilfelle konkurransekraftene er små, blir bransjen ansett som mer attraktiv, hvor det vil være mer lovende og lønnsomme forretningsmuligheter (Erichsen, Solberg, & Stiklestad, 2018). I følgende delkapitler ønsker vi å se nærmere på de fem konkurransekraftene og analysere om det er en bransjefordel i den nettbaserte gamblingbransjen.

Intern rivalisering

Den første trusselen i Porters femkraftsmodell er intern rivalisering og omhandler graden av konkurranseintensitet i bransjen. Forutsatt at det er høy grad av intern rivalisering i bransjen, vil dette kunne føre til økt kostnadsnivå og reduserte marginer, hvilket betyr dårligere lønnsomhet i bransjen (Grant, 2019, s. 68). Bransjer som har homogene og udifferensierte produkter og tjenester opplever differensiering mellom aktører gjennom prissetting. Slike bransjer opplever gjerne priskrig, hvor aktører priser helt ned til grensekostnadsnivå, hvilket gir ingen margin og lav lønnsomhet. I noen bransjer fokuserer rivaliseringen mellom aktører på markedsføring og reklamekampanjer, samt introduksjon av nye produkter og tjenester (Grant, 2019, s. 68). Vi ønsker å se nærmere på forhold som har en påvirkning på den interne rivaliseringen i bransjen.

Antall og størrelse på aktører

Intern rivalisering er som regel høy i et marked hvor det er mange selskaper som opererer og de er av relativt samme størrelse. Mange aktører i markedet fører til et fokus på å differensiere seg fra konkurrentene, hvilket gjør at selskaper strekker seg langt for å tiltrekke kunder (Grant, 2019, s. 68). Som nevnt i kapittel 2.4 står de ti største aktørene i den nettbaserte gamblingbransjen for 23,1 % av markedsandelen, hvor de fem største har betraktelig større markedsandel, mens de fem andre har en markedsandel lik eller under 1 %. Til tross for at de ti største aktørene har en høy markedsandel, finnes det mange mindre selskaper som også konkurrerer om markedsandeler. Følgelig er det mange aktører som konkurrerer om markedsandeler, og den interne rivaliseringen er høy til tross for markedskonsentrasjonen.

Det nettbaserte gamblingmarkedet har blitt mer konsolidert som følge av hyppige oppkjøp og fusjoner av selskaper (Marketline, 2022)(Exacta Solutions, 2022). Ved å gjøre dette klarer større selskaper å oppnå større markedsandel og skape stordriftsfordeler. Eksempelvis kjøpte Flutter Entertainment opp The Stars Group i 2019, noe som gjorde de til verdens største nettbaserte gamblingsselskap (Cohen, 2019). Slike oppkjøp gjør at det blir større og færre aktører i markedet, noe som konsoliderer markedet.

Som nevnt i kapittel 2 er bransjen predikert å ha en årlig vekst på 10,1 %, noe som betyr at det fortsatt er gode muligheter for å anskaffe nye kunder uten å kapre kunder direkte fra konkurrentene. Dette vil hjelpe med å unngå et nullsumspill hvor en aktørs økning i vekst vil være et tilsvarende tap for en annen aktør (Sørgard, 2003). Dersom veksten i markedet tangerer eller avtar, vil fusjon og oppkjøp skape en større konkurransemakt for de største aktørene (Marketline, 2021).

Stordriftsfordeler

I den nettbaserte gamblingbransjen er stordriftsfordeler essensielt å ha for å kunne håndtere den interne konkurransen. Stordriftsfordeler gjør at selskapene får økonomiske ressurser til å utvide sin plattform, gå inn i nye markeder, samt håndtere strengere reguleringer som skjer i bransjen. Større reguleringer gjennom økte skattekostnader og krav om lokal lisens gjør at aktører må være mer tilpasningsdyktige, og aktører med store økonomiske ressurser har bedre forutsetninger for å håndtere dette. Gjennom oppkjøp og fusjoner prøver selskaper også å skape en geografisk diversifisering ved å operere i fremvoksende markeder slik som Asia-Stillehavet, USA og Latin-Amerika. En strategisk posisjon i flere ulike markeder vil kunne redusere risiko knyttet til forskjellig grad av regulering i ulike markeder (Exacta Solutions,

2022). Stordriftsfordeler til selskaper gjennom oppkjøp og fusjoner gir større markedskonsolidering.

Priskrig og kampanjer

I et marked med mange aktører kan det inntreffe priskrig i den hensikt å tiltrekke og kape kunder. En risiko ved priskrig er Bertrand-paradokset, der spillere priser seg så lavt at de går i null, og om de setter prisene lavere enn marginalkostnaden vil det ikke være lønnsomt (Sørgard, 2003). På grunn av bransjens udifferensierte natur ved at selskaper tilbyr tilsvarende like produkter og tjenester på de samme spillsegmentene, er markedet preget av priskrig og kampanjer. Aktører som tilbyr de mest gunstige oddsene og har gode kampanjer vil kunne tiltrekke flere kunder. Slike kampanjer kan være mindre lønnsomme for aktører grunnet lavere marginer, og bare aktører som har store nok økonomiske ressurser kan tilby slike kampanjer. Som en konsekvens av dette klarer ikke de mindre aktørene å tilby samme tilbud og vil av den grunn tape kunder (Marketline, 2022). Priskrig kan videre knyttes opp mot lisensierte aktører og ulisensierte aktører som diskutert i kapittel 2.3. Ulisensierte aktører kan nemlig tilby mer attraktive bonusordninger, noe som kan tiltrekke kunder og følgelig resulterer til økt konkurranseintensitet i bransjen.

Oppsummering av intern rivalisering

Oppsummert vil størrelsen på aktører og udifferensierte produkter som tilbys i markedet fremme rivalisering. Den økte veksten gir mulighet for aktører å oppnå større markedsandel, noe som demper den interne rivaliseringen. Likeså har strategien og fokuset på oppkjøp og fusjoner ført til at færre aktører har store markedsandeler. Totalt sett konkluderer vi med at det er høy konkurranseintensitet mellom aktørene i bransjen.

Trussel fra nyetableringer

Den andre trusselen i Porters femkraftsmodell er trussel fra nyetableringer. Når nye aktører etablerer seg i bransjen, vil dette føre til økt konkurranse og påvirker lønnsomheten hos de eksisterende aktørene i bransjen. Trussel fra nyetableringer vil variere avhengig av hvor store etableringsbarrierer det er for å komme inn i markedet for nye aktører (Grant, 2019, s. 66). Betydelige barrierer kan resultere i for store etableringskostnader for nye aktører, og det kan følgende gjøre det mindre attraktivt å entre markedet. Hvis nye aktører etablerer seg i markedet, vil de eksisterende aktørenes økonomiske ressurser spille inn på hvordan utviklingen til nyetableringer vil være (Erichsen, Solberg, & Stiklestad, 2018). I den

sammenheng ønsker vi å gjøre rede for etableringsbarrierer som er i den nettbaserte gamblingbransjen, og andre faktorer som påvirker trusselen fra nyetableringer.

Markedsreguleringer

Et større fokus på strengere reguleringer i den nettbaserte gamblingbransjen, med innføring av ulike lover og forskrifter, kan fungere som en etableringsbarriere for nye aktører. Regelverk som er individuelt fra land til land gjør det ressurskrevende for aktører å forholde seg til reguleringer, slik som krav om lokal lisens. Lisensene kan være dyre å anskaffe og de har gjerne strenge retningslinjer, noe som vil fungere som en etableringsbarriere for nye aktører (Esse N Videri, 2022).

Økt beskatning mot gamblingvirksomhet medfører større kostnader og har en betraktelig stor påvirkning på lønnsomheten til aktører i bransjen. I 2014 gjennomførte Storbritannia eksempelvis en endring av 2005 Gambling act. Endringen førte til at aktører som opererte i det engelske markedet, ble beskattet med 15 %. Videre i 2019 ble skatten økt til 21 % (Law&Trust International, u.å.). Flere av de etablerte aktørene har hovedkontor på steder som er mer fordelaktig gjennom lavere skattesatser, slik som Malta. Etablerte aktører har stordriftsfordeler og mer likviditet, noe som gjør at de kan håndtere økte skatter i ulike markeder. Flere land i Europa har de siste årene pålagt aktører større skattekostnader. Nyetablerte aktører vil formodentlig ikke ha samme likviditet og stordriftsfordeler som etablerte aktører har, og kan som følger bli avskrekket til å etablere seg i bransjen (Marketline, 2022).

Investeringskostnader

Markedet er internettbasert, hvilket innebærer at all gambling blir gjort på digitale enheter slik som datamaskiner, smarttelefon eller nettbrett. Visualisering er en viktig faktor for å skille seg ut på fra konkurrentene ettersom forbrukere ønsker en god visuell spillopplevelse (Marketline, 2021). Den økte internettpenetrasjonen rundt om i verden, samt utvikling av 5G-nettet, gjør at gambling blir mer og mer tilgjengelig. Gode nettplattformer har stor betydning for aktører i bransjen for å kunne oppnå lønnsomhet. For å tiltrekke kunder vil en effektiv og brukervennlig nettside eller applikasjon være sentralt, og grunnet høye standarder fra forbrukere i markedet er det essensielt for aktører å kunne tilby tilsvarende lik visuelle spillopplevelse som konkurrentene. Utvikling av slik type programvare er komplekst og kostbart å utvikle eller leie, hvilket kan være en etableringsbarriere og følgende svekke trusselen fra nyetableringer.

Merkevare

Det er vanskelig for aktører i den nettbaserte gamblingbransjen å skille seg ut som følge av stort antall aktører, samt likheten i tjenestene som tilbys. De fleste aktører tilbyr samme produkter og tjenester knyttet til nettbasert gambling slik som sportstipping, kasino og poker. Sportstipping er tilgjengelig for de samme sportsaktivitetene med lite eller udifferensierte odds, hvilket gjør kunder mer likegyldig til hvilken aktør de velger. Aktøren som dog klarer å tilby odds som er minimalt bedre, kan tiltrekke kunder på en gunstig måte, men dette er likevel vanskelig. For å kunne oppnå markedsandeler fokuserer aktører således på å differensiere seg fra konkurrentene gjennom blant annet å styrke merkevaren sin (HR News, 2022). De største aktørene har sterke merkevarer, og investerer tungt i reklame- og sponsorkampanjer for å tiltrekke seg flere kunder. Et konkurransepreget marked vil føre til at forbrukere vil søke etter et merke de kjenner igjen og stoler på, noe som gjør det vanskelig for nye aktører å tiltrekke seg nye kunder (Grant, 2019, s. 67). Det må dog fremheves at flere land har et regulert og strengt forhold til markedsføring av gambling, hvilket gjør det mulig for nyetablerte aktører å finne et nisjesegment i bransjen å fokusere på.

Stordriftsfordeler

Etablerte aktører har stordriftsfordeler som kan anses som en etableringsbarriere. Flere av de store selskapene har sterke økonomiske ressurser gjennom god soliditet og likviditet, samt mye investering i teknologi og sterk merkevare hos forbrukere. En fellesfaktor for de store selskapene i bransjen er at de har en strategisk geografisk tilstedeværelse i forskjellige regioner slik som Europa og i fremvoksende markeder. Kompleksiteten knyttet til de forskjellige globale markedene er en etableringsbarriere for nye aktører, da det er svært komplisert å forholde seg til forskjellige reguleringer og lovgivninger. Kompleksiteten gjør det ressurskrevende å operere i markedet, hvilket kan være avskrekkende for nye aktører.

De etablerte aktørene kan dessuten reagere svært aggressivt på nyetableringer, slik som å foreta en prisrig for å utkonkurrere de nye selskapene. Bransjens udifferensierte natur gjør at det er høy prisfølsomhet blant kunder og lav kundelojalitet, noe som gjør at prisrig er mulig å foreta (Calvosa, 2016). Selskaper som har stordriftsfordeler ved å kunne tilby kampanjer med lukrative tilbud og gode odds, gjør at de kan presse ned marginer til sine konkurrenter. Slike stordriftsfordeler kan være avskrekkende for nyetablerte aktører og vil redusere trussel fra nyetableringer.

Oppsummering av trussel fra nyetablering

Oppsummert mener vi at *markedsreguleringer*, *merkevare* og *investeringskostnader* er faktorer som demper trusselen fra potensielle nyetablerte aktører i det nettbaserte gamblingmarkedet. Det er store etableringsbarrierer, og de eksisterende aktørene har stordriftsfordeler som hjelper dem å beholde og kapre markedsandeler. De etablerte aktørene har også økonomiske ressurser til å håndtere nye reguleringer som preger bransjen. Det er predikert at land som åpner opp for mer nettbasert gambling vil innføre reguleringer, hvilket vil gjøre det mer ressurskrevende for nye aktører å etablere seg i bransjen.

Markedet er særlig preget av høy konkurranse, hvor det er vanskelig å differensiere seg fra konkurrentene. Prisfølsomheten er stor, og kundelojalitet er lav grunnet udifferensierte produkter og tjenester. Dette mener vi påvirker trusselen fra nyetableringer betraktelig. Med hensyn til de diskuterte forholdene mener vi at trusselen fra nyetablering er moderat til lav.

Trussel fra substitutter

Den tredje trusselen i Porters femkraftsmodell er trussel fra substitutter. Substitutter er et tilsvarende produkt eller tjeneste som oppfyller samme behov for kunden. Dersom det finnes et nært substitutt vil kunder ved en prisendring heller benytte seg av dette produktet eller denne tjenesten, og det vil være en elastisk etterspørsel. Etterspørsel etter substituttet vil være lavere desto mer komplekst produktet er og hvor differensiert kjøpernes preferanser er (Grant, 2019, ss. 64-66).

Substitutter som kan være en trussel for bransjen vil være tradisjonell gambling i form av fysiske kasinoer og gamblingsteder. Tradisjonell gambling tilbyr tilnærmet samme type produkter og tjenester med tilsvarende lik odds som nettbasert gambling. Det er derav ikke det økonomiske som motiverer kundene til å bytte fra nettbasert- til tradisjonell gambling. Tradisjonell gambling kan dog være en substitutt for forbrukere som favoriserer det sosiale aspektet med fysiske gamblingsteder, hvilket styrker trusselen fra substitutter (LeanBackPlayer, 2021). Videre vil tradisjonell gambling kunne være en substitutt i en situasjon hvor internett ikke er tilgjengelig. Større tilgang til internett gjør nettbasert gambling mer tilgjengelig sammenlignet med tradisjonell gambling, hvilket svekker trussel fra substitutter. Videre er juridiske restriksjoner og reguleringer i ulike land mer favoriserende til tradisjonell gambling, noe som styrker trussel fra substitutter. Flere land har forbud mot nettbasert gambling, men de siste årene har mange land åpnet opp for nettbasert gambling (Marketline, 2021).

Som nevnt i kapittel 2.2 har det nettbaserte gamblingmarkedet opplevd stor vekst de siste årene, og interessen i markedet har blitt større under og etter COVID-19 pandemien. Tradisjonell gambling er fortsatt det dominerende markedet innenfor gamblingindustrien, men veksten til tradisjonell gambling har tangert de siste årene og predikeres å tangere enda mer i fremtiden (Business Wire, 2022). Stor vekst for nettbasert gambling sammenlignet med tradisjonell gambling, samt økt interesse for gambling på internett er med på å redusere trussel fra substitutter.

Oppsummert vil tradisjonell gambling være en potensiell substitutt for nettbasert gambling. Tradisjonell gambling er en sterk trussel når det kommer til sosiale grunner og begrenset tilgang til internett. Trusselen svekkes derimot med tilgjengeligheten som nettbasert gambling tilbyr kundene. Med tanke på de ovennevnte forholdene konkluderer vi med at trusselen fra substitutter er moderat.

Leverandørenes forhandlingsmakt

Den fjerde trusselen i modellen er leverandørenes forhandlingsmakt. Leverandører står for ulike kritiske innsatsfaktorer for selskaper. Forhandlingsmakten baserer seg på hvor enkelt det er for aktørene i bransjen å bytte mellom ulike leverandører, samt graden av forhandlingsmakt mellom leverandør og aktør (Grant, 2019, s. 71). Det er flere faktorer som påvirker leverandørenes forhandlingsmakt i den nettbaserte gamblingbransjen. I bransjen skiller vi mellom to type leverandører; leverandører knyttet til programvarer og statlige myndigheter. Vi vil ta for oss ulike faktorer som har en påvirkning på leverandørenes forhandlingsmakt.

Etableringshindringer

Programvareleverandører kan operere i bransjen gjennom å tilby patenterte produkter som kan leies til aktører som driver nettbasert gambling (Insights Success, 2022). Programvarepakkene som leverandørene tilbyr er dyre, og aktørene som leier disse er avhengig av leverandøren for å operere i markedet. Dette er med på å styrke leverandørenes forhandlingsmakt. Kvaliteten av det leverandørene tilbyr forventes å være av en viss standard fra aktørene, som diskutert i PESTEL-analysen. I det tilfellet en nettside ikke gir en forventet visuell spillopplevelse for forbrukeren, vil personen spille hos andre aktører som et resultat av lave byttekostnader og lite insentiv til å være lojal mot en spesifikk aktør. Aktører forventer slik en gitt kvalitet av programvaren som leverandørene leverer for å kunne tiltrekke seg kunder. Den etterspurte kvaliteten krever store investeringskostnader og god teknologisk kompetanse hos

leverandører. Hvilket indikerer at det er få kvalifiserte leverandører, noe som styrker leverandørens forhandlingsmakt.

Leverandører kan tilby programvare som er viktig for å administrere plattformene (Insights Success, 2022). Dette kan være programvare som kontrollerer kundebrukere, betalinger, bonuser, CRM og Business Intelligence. For aktører som etablerer seg i markedet er dette en nyttig programvare som således styrker leverandørens forhandlingsmakt.

Statlige myndigheter

I ulike markeder har statlige myndigheter en sterk dominerende posisjon hvor de kan opptre som leverandører. Leverandørmakten knyttes til myndighetenes sterke økonomiske ressurser og forhandlingsinnflytelse. I land som har monopolisert nettbasert gambling, slik som Finland, har statlige myndigheter sterk leverandørmakt (Ministry of the Interior, u.å.). Det samme er tilfellet i regulerte markeder. Myndigheter kan nemlig regulere markedet, samt innføre strenge restriksjoner og lover for å kontrollere markedet (Marketline, 2022). I uregulerte marked vil myndighetene fortsatt ha leverandørmakt, men i mindre grad.

Betalingsmåter

Etttersom den nettbaserte gamblingbransjen foregår digitalt, er aktører avhengig av å tilby trådløse betalingsmåter til sine kunder. Det er viktig å ha troverdige betalingsmåter som er effektive og brukervennlige, da det virker inn på kundens spillopplevelse (Miller, 2022). Det er flere forskjellige leverandører som tilbyr betalingsmåter. De mest populære er MasterCard og Visa. I markedet er det også andre betalingsmåter slik som Neteller, PayPal, Apple Pay, Pay by Phone, bankoverføring, Bitcoin og lignende (B Enos, 2021). Det store tilbudet av betalingsmetoder reduserer leverandørmakten, men MasterCard og Visa sine markedsandeler øker leverandørmakten.

Vertikal integrasjon

En risiko i markedet for leverandører er mulighet for vertikal integrasjon (Grant, 2019, s. 256). Mange aktører i bransjen avhenger av nettplattformer fra tredjepartsleverandører slik som Playtech og Kambi Group for spill- og tippingsprogramvare (Insights Success, 2022). Som diskutert i kapittel 2.4, er det flere av de store aktørene som integrerer seg bakover gjennom å utvikle egne programvarer og teknologi knyttet til nettbasert gambling. Aktørene vil som et resultat være uavhengig av leverandører. Likeså tilbyr flere av de komparative selskapene egenutviklet programvare til andre aktører (Deloitte, 2021). Selskapet 888 Holdings er et

eksempel på dette, hvor de foretok en vertikal integrasjon og lanserte sin egen spillplattform i 2021 (888 Holdings, u.å.). Ovennevnte punkter resulterer i flere leverandører som opererer i markedet, hvilket svekker leverandørenes forhandlingsmakt.

Markedet er preget av oppkjøp og fusjoner, også blant leverandørene. Leverandører kan kjøpe opp programvareutviklingsselskap for å forbedre programvare- og utviklingsevnen til selskapet. Et slikt oppkjøp kan hjelpe med å effektivisere driften og være med på å gjøre det lønnsomt å operere som leverandør i den nettbaserte gamblingbransjen (Longley, 2021). Baklengs integrering i markedet er mulig, men krever store investeringskostnader. Egenutviklet programvare er derfor kun vanlig hos de store aktørene i bransjen (Deloitte, 2021). Store investeringskostnader begrenser risikoen for flere leverandører i markedet og styrker leverandørenes forhandlingsmakt.

Oppsummering leverandørenes forhandlingsmakt

Oppsummert kan vi si at leverandørenes forhandlingsmakt er moderat til høy i den nettbaserte gamblingbransjen. For å tiltrekke kunder er det essensielt for aktører å tilby kvalitetsmessig og visuelt gode nettsider og applikasjoner. Dette skaper stor forventning fra aktører til leverandører angående kvaliteten på programvaren og nettplattformene. Gitt denne forventningen er det færre kvalifiserte leverandører som kan oppfylle slike krav, noe som anses som en etableringshindring for nye leverandører og vil styrke leverandørenes forhandlingsmakt.

En trend i markedet er vertikal integrasjon gjennom at flere aktører har utviklet og tilbyr egne programvare til andre selskaper. Dette fører til at aktørene blir mindre avhengig av leverandører, hvilket svekker leverandørenes forhandlingsmakt. Vertikal integrasjon er derimot kostbart, og bare de største aktørene med tilstrekkelig økonomiske ressurser har mulighet til å gjøre dette. Videre vil leverandører som tilbyr betalingsmetoder ha svekket forhandlingsmakt grunnet mange tilgjengelige leverandører. Derimot har de største leverandørene MasterCard og Visa en større leverandørmakt grunnet deres utbredelse i markedet.

Kundenes forhandlingsmakt

Den siste trusselen i Porters femkraftsmodell er kundenes forhandlingsmakt. Forhandlingsmakten innebærer hvor stor påvirkning en kunde har på selskapet og dets produkter og tjenester. Grant (2019) hevder at profitten til selskap avhenger av hvordan de priser sine produkter og tjenester. Kunder ønsker lavest mulig pris, hvilket reduserer selskapets

profitt (Grant, 2019, s. 70). Ifølge forfatteren vil kundens makt til å presse ned prisene avhenge av to faktorer: kundens prisfølsomhet og deres forhandlingsmakt i forhold til selskapet. Det er en rekke forhold som påvirker de to faktorene, eksempelvis (Grant, 2019):

1. Antall aktører og konkurranseintensiteten i markedet
2. Hvorvidt produkter og tjenester er differensierte eller standardisert
3. Størrelse på byttekostnader
4. Mulighet for vertikal integrasjon

Kundens forhandlingsmakt vil påvirkes av ovennevnte forhold, noe som påvirker aktørene i bransjen og hvordan de skal tilrettelegge seg for å tilfredsstille kundens behov (Grant, 2019). Vi ønsker å se på de nevnte faktorene og hvordan de påvirker kundens forhandlingsmakt.

Antall aktører og konkurranseintensitet

Den nettbaserte gamblingbransjen preges av stor konkurranseintensitet med mange aktører. Dette vil innebære at en forbruker har mange forskjellige aktører å gamble hos, hvilket styrker kundens forhandlingsmakt. Nettbasert gambling har en global rekkevidde grunnet at alt foregår på internett, og bransjen har vokst som følge av økt digitalisering og større tilgang til internett, og det frembringer flere markeder slik som Kina, India og Brasil. Dette er nærmere diskutert i kapittel 2.2. Digitalisering gjør at den nettbaserte gamblingbransjen er tilgjengelig for store deler av verden. Den største andelen av forbrukere i markedet er enkeltindivider med risikoaversjon, som spiller med en liten pengemengde. For en aktør er det derav minimal konsekvens å miste en enkelt kunde, som følgelig er med på å redusere kundens forhandlingsmakt (Marketline, 2021).

Differensiering mellom produkter og tjenester

Som tidligere nevnt, er det lite som skiller selskapene hva gjelder produkter og tjenester. Det som skiller aktørene vil være små marginer på odds, sterk merkevare og grad av kundelojalitet. Grunnet at kunder tiltrekkes av aktører som tilbyr gunstige kampanjer og odds, er det stor prisfølsomhet i bransjen (HR News, 2022). Prisfølsomheten sammen med lave byttekostnader styrker kundens forhandlingsmakt. Et fellestrekk i den nettbaserte gamblingbransjen er å differensiere seg fra konkurrentene gjennom merkevarebygging, markedsføring og reklamekampanjer. Samtidig vil fokus på et godt brukergrensesnitt, samt brukervennlig og visuelt appellerende nettsider potensielt kunne gi en aktør større kundelojalitet.

Byttekostnader

Byttekostnader er kostnader som oppstår for kunden dersom de velger en annen aktør å foreta gambling hos (Barney, 2014). Jo større byttekostnaden er, desto mindre er kundenes forhandlingsmakt. I det nettbaserte gamblingmarkedet er byttekostnadene svært lave eller tilnærmet lik null. Forbrukerne har mulighet å bytte mellom ulike nettsider gjennom forskjellige kontoer, og dette kan gjøres kostnadsfritt (Marketline, 2022). Forbrukere har liten forpliktelse til en aktør, og kundelojaliteten er følgelig lav, hvilket er med på å styrke kundenes forhandlingsmakt (Gambling Commission, 2021). En potensiell byttekostnad for forbrukeren kan være gratisspill. Gratisspill gir kunden en bonussum med restriksjoner vedrørende uttak. Dette er med på å redusere kundenes forhandlingsmakt noe, men størrelsen på gratissummene er som regel lav og skaper ingen forpliktelse til å være lojal mot aktøren.

Vertikal integrasjon

En risiko for aktører i markedet er muligheten for vertikal integrasjon. Vertikal integrasjon er at en kunde reduserer avhengigheten ovenfor aktøren (Grant, 2019). I den nettbaserte gamblingbransjen vil en vertikal integrasjon innebære at kunden går vekk fra nettsider og applikasjoner og benytter seg av annen type gambling slik som tradisjonell gambling eller andre typer spill. Dette øker kundenes forhandlingsmakt ettersom de selv velger å frastå fra nettbasert gambling, noe som gjør at aktørene i markedet må tiltrekke disse kundene tilbake til nettsiden eller applikasjonen (Marketline, 2021). Imidlertid antar vi at dette er et lite problem, og at det blir enda mindre etter hvert som spillopplevelsen utvikler seg.

Oppsummering kundenes forhandlingsmakt

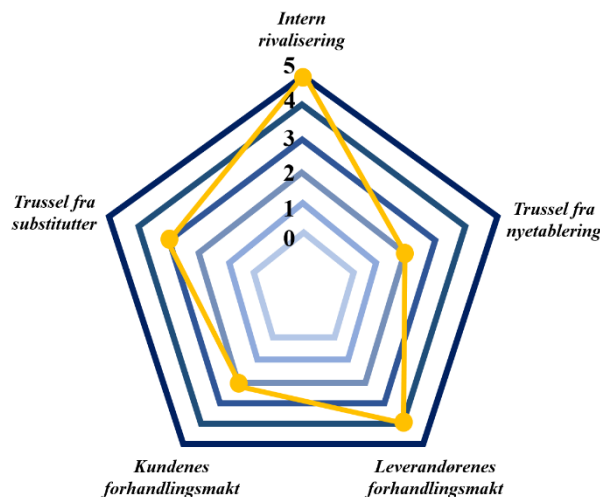
Oppsummert mener vi at kundenes forhandlingsmakt er moderat. Bransjen, med sin uddifferensierte natur og mange aktører, gjør at selskapene må fokusere på merkevarebygging, markedsføring og reklamekampanjer for å differensiere seg fra sine konkurrenter. Bransjen er preget av høy prisfølsomhet som følge av at kundene har lav kundelojalitet, der de oppsøker aktører som kan gi høyest mulig avkastning. Flere valgalternativer, samt lave byttekostnadene, bidrar til å styrke kundenes forhandlingsmakt. Tilgjengeligheten av nettbasert gambling er derimot stor, og tapet ved å miste enkeltspillere er lav, hvilket svekker kundenes forhandlingsmakt.

Konklusjon - Porters femkraftsmodell

Gjennom Porters femkraftsmodell anser vi *mange aktører, få substitutter og høye etableringsbarrierer* som viktige faktorer og forhold som beskriver konkurransesituasjonen i den nettbaserte gamblingbransjen.

Etter analysen kan vi konkludere med at det er moderat til lav trussel fra nyetableringer grunnet etableringsbarrierene slik som investeringskostnader, markedsreguleringer og kjente merkevarer hos de etablerte store aktørene i markedet. Det vil være utfordrende for nyetablerte aktører å kapre markedsandeler grunnet posisjonen de etablerte aktørene har i markedet. Leverandørene har relativt stor markedsrett, da det er få leverandører som klarer å levere den påkrevde kvaliteten til programvarene. Vertikal integrasjon har preget markedet og leverandørene de siste årene, og vil svekke leverandørenes markedsrett fremover. Samlet sett anser vi leverandørenes forhandlingsrett til å være moderat til høy. Kundene har moderat til lav forhandlingsrett, hvor konkurranseintensiteten i markedet gjør at aktørene må differensiere seg fra sine konkurrenter for å tiltrekke og beholde de prisfølsomme kundene.

Videre er markedet preget av mange aktører, og konkurranseintensiteten er stor. Det er sterk rivalisering mellom aktørene grunnet bransjens udifferensierte natur, størrelsen på aktører, lav kundelojalitet og lave byttekostnader. Dette tilsier en høy intern rivalisering. Til slutt trekker vi frem trussel fra substitutter som moderat grunnet den store veksten i det nettbaserte gamblingmarkedet, hvor tradisjonell gambling fortsatt er det dominerende markedet innenfor gamblingindustrien. Veksten i nettbasert gambling, spesielt etter COVID-19 pandemien, har økt i større grad enn for tradisjonell gambling, hvilket tilsier at trusselen svekkes. Vi anser den nettbaserte gamblingbransjen som moderat til lite attraktivt å operere i. Diskusjonen og oppsummering av de ulike kreftene fra Porters femkraftsmodell er oppsummert i figuren under:



Figur 4.5 - Porters femkraftsmodell oppsummert

4.2.3 Bransjefordel oppsummert

Etter å ha foretatt eksterne bransjeorienterte analyser i form av PESTEL og Porters femkraftsmodell, kan vi oppsummere bransjefordelen for den nettbaserte gamblingbransjen. Formålet med analysen er å undersøke om det foreligger en bransjefordel, som kan gi opphav til en strategisk fordel.

I PESTEL-analysen konkluderte vi med at bransjen påvirkes lite av miljømessige forhold, og at økonomiske og sosiokulturelle forhold har en middels påvirkning på bransjen som helhet. Økt befolkningsvekst med bedre levevilkår og større disponibel inntekt i ulike regioner åpner opp for fremvoksende markeder. Dette trekker i retning av en bransjefordel. Den nettbaserte gamblingbransjen preges stort av politiske og juridiske forhold, som har stor påvirkning på markedsveksten og marginene, hvilket øker risikoen for aktører som opererer i bransjen. Økte reguleringer har vært en utvikling i bransjen de siste årene og vi forventer strengere reguleringer fremover, som trekker i retning av en bransjeulempe. Det legges større vekt på aktørenes stordriftsfordeler og gode omstillingsevne for å minimere konsekvensene av mer regulerte markeder, som potensielt kan svekke bransjefordelen. Teknologiske forhold slik som internettpenetrasjon, mer digitalisering og bruk av kunstig intelligens er med på å propellere bransjevæksten fremover.

Gjennom Porters femkraftsmodell identifiserte vi høye etableringsbarrierer i bransjen, noe som er en kilde til bransjefordel. Høyer etableringsbarrierer demper konkurranseintensiteten noe og kan gi mulighet for bransjen å ta ut større marginer. Bransjens udifferensierte natur styrker både leverandørens og kundenes forhandlingsmakt, og påvirker aktører som opererer i bransjen. Store investeringskostnader preger lønnsomheten til aktørene, og skaper større

risiko for investorer i bransjen, hvilket trekker i retning av en bransjeulempe. Markedet opplever sterk intern rivalisering, men større konsolidering som følge av oppkjøp og fusjoner demper rivaliseringen noe. Mer legalisering og tillatelse for nettbasert gambling i ulike land gir mulighet for ekspansjon og markedsvekst.

Oppsummert konkluderer vi med at bransjen har en bransjeulempe som følge av reguleringer, innføring av strengere juridiske lover, større investeringskostnader og stor konkurranseintensitet. På lengre sikt tror vi bransjeulempen vil utvikle seg til en liten bransjefordel. Hovedsakelig skyldes dette stor markedsvekst, mer stabilitet i reguleringene, teknologisk utvikling og vertikal integrasjon.

4.3 Intern ressursorientert analyse

Etter å ha gjennomført en ekstern bransjeorientert analyse vil vi videre foreta en intern ressursorientert analyse av Betsson. Formålet med analysen er å kunne identifisere selskapets organisatoriske styrker og svakheter, og legger vekt på hva som er særegent for Betsson. Analysen vil hjelpe oss med å se på hvilke ressurser som kan være kilde til en ressursfordel, og hvilke ressurser som eventuelt skaper en ressursulempe. En intern ressursorientert analyse vil kunne på lik linje identifisere områder i organisasjonen som krever forbedring og endring (Barney, 2014, s. 10). En ressursfordel er mulig i det tilfelle et selskap har en rentabilitet større enn bransjen. Denne fordelene kan øke i fremtiden dersom selskapet har større styrker enn svakheter internt i forhold til bransjen (Knivsflå, F2, 2022, s. 54). For å gjennomføre en intern analyse vil vi benytte oss av VRIO-rammeverket.

4.3.1 VRIO

VRIO-rammeverket analyserer organisatoriske styrker og interne ressurser i et selskap, samt hvordan selskapet kan ta i bruk slike styrker for å håndtere potensielle trusler og muligheter som oppstår i markedet i den hensikt å skape konkurransefortrinn. Modellen presiserer at en ressurs skaper konkurransefortrinn dersom ressursen er verdifull (V), sjelden (R), ikke-imiterbar (I) og organisert (O) på en slik måte som skaper verdi (Barney, 2014, s. 129). For å oppsummere rammeverket har vi satt opp følgende tabell:

Verdifull?	Sjelden?	Ikke-imiterbar?	Organisert?	Utfall
Nei	-	-	Nei	Strategisk ulempe
Ja	Nei	-	-	Strategisk likevekt
Ja	Ja	Nei	-	Midlertidig konkurransefortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn

Tabell 4.7 - VRIO-rammeverket (Barney, 2014, s. 140)

Verdifull – En ressurs er verdifull i den forstand at et selskap kan bruke ressursen til å utnytte mulighetene i bransjen eller nøytralisere potensielle trusler som oppstår. Dette medfører at ressursen er en styrke for selskapet, og vil følgelig være verdifull. I hvilken grad en ressurs er verdifull vil kunne endre seg over tid avhengig av endringer i forbrukeradferd, utvikling av teknologi eller strukturen i bransjen. I det tilfellet en ressurs ikke lenger er verdifull, vil det anses som en svakhet for selskapet (Barney, 2014, s. 129).

Sjelden – Hvorvidt en ressurs vurderes som sjelden eller ikke avhenger av hvor mange konkurrenter som har adgang til den verdifulle ressursen. Det er lite sannsynlig at ressursen skaper et konkurransefortrinn dersom flere konkurrenter har tilgang på samme ressurs. Gitt at ressursen er tilgjengelig for et mindre antall selskap som ikke påvirker konkurransedynamikken i bransjen, vil en ressurs derimot kunne anses som sjelden (Barney, 2014, s. 131).

Ikke imiterbar – For at ressurser som er verdifulle og sjeldne skal være en vedvarende kilde til konkurransefortrinn, er det viktig at disse ressursene er vanskelig å imitere. Kan ressursen imiteres enten direkte eller ved en substitutt vil ikke ressursen skape et konkurransefortrinn (Barney, 2014, s. 131).

Organisering – For at et selskap skal ha et potensielt konkurransefortrinn må organisatoriske styrker og ressurser være kategorisert som verdifulle, sjeldne og vanskelige å imitere. Selskapet må være organisert på en måte som sørger for at disse ressursene blir tatt i bruk på en optimalisert måte. Dersom alle punktene er oppfylt kan selskapet skape et vedvarende konkurransefortrinn, og en strategisk fordel i markedet (Barney, 2014, s. 138).

I kapittel 2.5 beskriver vi forskjeller på Betsson og konkurrentene med fokus på følgende områder: *internutvikling, Techsson, Latin-Amerika, bærekraft, lisenssituasjon i Nederland og fantasisport*. I de kommende avsnittene vil vi vurdere nevnte forhold og se på hvordan disse kan skape konkurransefortrinn for Betsson.

Internutvikling

Som nevnt i kapittel 2.4 og 2.5 har de store selskapene i bransjen økt fokuset på internutvikling, men Betsson skiller seg ut gjennom å ha en velfungerende avdeling for utvikling av programvare og spill, med til sammen tolv års erfaring. Betsson sin lange bransjeerfaring styrker den effektive internutviklingen, og har gjort Betsson mindre avhengig av tredjepartsløsninger sammenlignet med konkurrentene. Selskap som er avhengig av tredjepartsløsninger har gjerne investert mindre i internutvikling og har som regel lavere kostnader relatert til egne spillutviklere og systemer. På en annen side må selskapene typisk betale lisensavgift, samt en del av omsetning for å få tilgang til tredjepartsløsningene (Marketline, 2021). Slike avtaler er som regel kostbare, og ettersom flere større aktører i bransjen ønsker å bli mindre avhengig av tredjeparter kan man anta at det er mer økonomisk attraktivt for de store aktørene å ha egenutviklede plattformer og spill (Marketline, 2021).

I den nettbaserte gamblingbransjen er det lite som skiller operatører fra hverandre. Når man er avhengig av plattformer og utvikling fra tredjeparter, er det utfordrende å påvirke plattformen og spillene man tilbyr, samt reagere raskt på skiftende trender i markedet. Det kan dermed være mer utfordrende å differensiere seg fra konkurrentene med nyskapende spill. Flere operatører inngår avtaler med leverandørene om at spillene er eksklusive for deres plattformer, men dette er kostbart (Kindred Group, 2022).

Med tanke på utfordringene knyttet til å være avhengig av tredjeparter kan internutvikling derfor sies å være *verdifullt*. Ettersom Betsson har flere år med erfaring og fremgang innen internutvikling er de utvilsomt *organisert* på en måte som sørger for at de utnytter verdiene av dette.

I utgangspunktet er ikke en internutviklingsavdeling *sjeldent* eller *vanskelig å imitere*, da det er flere av konkurrentene som har egne utviklingsavdelinger. Det er dog viktig å presisere at det er *vanskelig å imitere* en velutviklet avdeling, samt å sørge for at selskapet er organisert på en måte som er optimal for internutvikling, slik at avdelingen kan ta over for en tredjepart som er spesialisert på området. Det tar tid og ansatte dyktige utviklere og sette opp et styringssett for å skape et effektivt miljø.

Som nevnt, er Betsson et selskap med lang bransjeerfaring og mye kunnskap. I tillegg til dette har de allerede jobbet med internutvikling i tolv år. Flere av konkurrentene har kun hatt fokus på dette i to til tre år, og man kan derfor anta at Betsson ligger foran de fleste av sine konkurrenter. Som beskrevet i kapittel 2.4 har de komparative selskapene økt fokuset og

investeringer mot internutvikling. Samtidig er det stor konkurranse om ansatte med nøkkelkunnskap innen nettbasert gambling, og de ansatte er ikke bundet til Betsson. Som følge av dette vil det være en risiko for at de ansatte starter hos konkurrentene (Betsson, 2022). Som nevnt i kapittel 2.1.5 hadde Betsson en personalomsetning på 26 % i 2021. På bakgrunn av ovennevnte forhold kan man ikke regne med at dette blir et *varig konkurransefortrinn* for Betsson. Vi har av den grunn valgt å kategorisere den velutviklede internutviklingsavdeling som et *midlertidig konkurransefortrinn*.

Techsson

Samtidig som de komparative selskapene nylig har satsset mer på internutvikling, har de også økt fokuset på å utvikle og drifte egne plattformer. Som beskrevet i kapittel 2.1.4 har Betsson driftet og utviklet Techsson siden 2010, og de ligger foran samtlige av de komparative bedriftene på dette området. Blant annet tilbyr Betsson sin plattform flere kasinospill enn alle de komparative selskapene. I tillegg til dette vant Betsson seks priser i løpet av våren i 2022 for deres attraktive tilbud til kundene (Betsson, 2022c). Spill- og tippeplattformene er kjernen i gamblingsselskapene sitt tilbud til kundene, og det er derfor svært *verdifulle* å ha en velutviklet plattform. Dette er også tilfellet for Betsson hvor omtrent 90 % av selskapets inntekter kommer fra produkter og tjenester knyttet til denne plattformen (Betsson, 2022, s. 5). Inntektsfordeling og erfaringen Betsson har understreker at selskapet er *organisert* for å utnytte Techsson på en optimalisert måte.

Alle de komparative selskapene tilbyr eller har som mål å tilby sportstipping som en B2B løsning. Det er svært varierende hvor langt selskapene har kommet i den sammenheng, men de fleste selskaper har ikke en velutviklet plattform for B2B sportstipping, og det er flere som er, eller nylig har vært, avhengig av sportstippingsplattformer levert av tredjeparter. Betsson sin tippeplattform har allerede levert sterke resultater over flere år, og den ble lansert som et B2B tilbud i 2019 (Betsson, 2022a). Siden 2019 har dette tilbudet fortsatt å vokse, og Betsson ligger foran konkurrentene.

Samtlige av de komparative bedriftene, og generelt de store selskapene i bransjen, har stort fokus på oppkjøp (Exacta Solutions, 2022). En viktig del av et oppkjøp er integrasjonskostnader. Dette er kostnaden relatert til integrering av det nye selskapet. Eksempelvis kan integrasjonskostnader være nedleggelse av eiendommer, innsettelse av nye IT-systemer, kostnader relatert til ansatte, konsulenthonorarer og lignende. Integrasjonskostnaden varierer gjerne fra 1 % til 7 % av total kjøpesum (Salsberg, 2019).

En av de viktigste kostnadsdriverne i integrasjon er implementering av IT-systemer, spesielt for selskaper som er veldig avhengig av teknologi, slik som nettbaserte gamblingsselskaper. Dette er gjerne kostnader relatert til konsulenter, modifisering av systemer og innsetting av nye systemer og plattformer (Salsberg, 2019). Dermed kan effektiv integrasjon av IT-systemer være svært kostnadsbesparende for de nettbaserte gambling selskapene. Betsson sin plattform har vist seg å fungere godt over flere år, samt å være effektive og kostnadsbesparende ved oppkjøp gjennom enkel integrering av plattformen (Betsson, 2022). Samtidig er flere av de komparative selskapene avhengig av tredjeparter sine kostbare plattformer, og deres egne plattformer er nye og lite utprøvd i sammenheng med oppkjøp.

Gitt at de konkurrerende bedriftene nylig har startet med egne plattformer, og det er flere av de som har møtt på problemer tyder dette på at plattformen kan være *vanskelig å imitere*, men det er ikke umulig. Man kan også til en viss grad si at plattformen er *sjelden* da det er få av de andre selskapene som har en fullstendig og velutviklet plattform. På bakgrunn av de diskuterte fordelene konkluderer vi med at Techsson er et midlertidig konkurransefortrinn som kan bli utfordret på mellomlang sikt med tanke på de komparative selskapenes skiftende fokus.

Latin-Amerika

Som beskrevet i kapittel 2.5 opererer de komparative bedriftene i mange av de samme markedene, og de konkurrerer i stor grad om de samme kundene. Det er dog kun Entain og Betsson som er til stede i Latin-Amerika. Entain er kun etablert i Brasil, men Betsson er etablert i Argentina, Colombia, Brasil, Peru og Mexico. Av de komparative bedriftene er dermed Betsson det selskapet som er til stede i flest latinamerikanske land. Man kan dermed argumentere for at tilstedeværelsen til en viss grad er *sjelden*.

Befolkningen i Latin-Amerika ble målt til ~666,7 millioner i september 2022, som vil si at dette er et potensielt stort og *verdifulle* marked (Worldometer, 2022). I Latin-Amerika er det flere land som allerede har implementert reguleringer av markedet gjennom lisenser, og det er mange land som vurderer å sette opp et lisenssystem i nær fremtid (Betsson, 2022). Betsson sin strategi er å vokse i lokale regulerte markeder og de følger derfor disse markedene nøye. Betsson har allerede fått fotfeste i markedene, og Latin-Amerika var Betsson sitt største marked i 2021 (Betsson, 2022). De ligger foran samtlige av de komparative bedriftene når det gjelder markedsandel i Latin-Amerika. En sterk merkevare er, som nevnt i kapittel 4.2.2, viktig for å kapre markedsandel. Betsson har hatt et stort fokus på markedsføring i Latin-Amerika hvor de allerede har sponset store og populære sportsarrangementer som UEFA Euro 2020 og

CONMEBOL Copa América. For å fokusere på videre vekst har Betsson også etablert kontorer i Argentina, Colombia, Brasil og Mexico (Betsson, 2022).

Tilstedeværelsen er, som nevnt, til en viss grad *sjelden*, og den vil være *vanskelig å imitere* på kort sikt. Dette er på grunn av at det vil kreve satsing mot nye og ukjente markeder, samt bygging av merkevare rettet mot nye kunder. På lengre sikt kan man derimot ikke hevde at det er vanskelig å imitere den geografiske tilstedeværelsen, da det er flere selskaper som har lang erfaring med å gå inn i nye markeder. Vi har derfor konkludert med at dette er et midlertidig konkurransefortrinn.

Integrert rapportering og bærekraft

Som nevnt i kapittel 2.5 er Betsson et av to selskaper som praktiserer integrert rapportering. De er også et av selskapene i bransjen som har størst fokus på bærekraft. I tillegg til integrert rapportering har Betsson inkludert bærekraft i gruppens strategi, og de anser det som viktig for å oppnå verdiskapning, samtidig som de har langsiktig ansvar for kunder, ansatte og markedene de opererer i (Betsson, 2022).

For å skape klarhet rundt selskapets bærekraftstrategi lanserte styret et nytt rammeverk i 2019. Rammeverket har fem fokusområder: “Business Compliance”, “Responsible Gaming”, “Employee impact”, “Social Impact” og “Climate Impact” (Betsson, 2022). Betsson har satt opp flere KPI-er relatert til fokusområdene som de begynte å rapportere på i 2020. Dette gir interessenter slik som investorer, mer informasjon om selskapet. En viktig faktor som driver risikoen relatert til et selskap er usikkerhet. Mer åpenhet vil kunne redusere usikkerheten, og potensielt bidra til at selskapet får lavere kostnaden knyttet til finansiering, noe som er *verdifullt* for selskapene (Schoenmaker & Schramade, 2019, s. 167). Vi ønsker dog å presisere at det er tvilsomt om Betsson har oppnådd denne fordelene.

Som en del av Betsson sin satsing mot bærekraft har de et stort fokus på Responsible Gaming, og de tar sikte på å være ledende i industrien. Selskapet ønsker å ta ansvar og ha ansvarlig spilltjenester ved å gi kunder riktige vilkår som gir bedre forutsetning for at kundene skal ha et sunt forhold til gambling. Dette legger potensielt grunnlag for et langt og *verdifullt* kundeforhold. Fra 2020 til 2021 falt risikomerkede kunder fra 1,7 % til 1,3 %, noe som kan være en indikasjon på at satsingen fungerer (Betsson, 2022). Responsible Gaming skal i utgangspunktet sørge for at de eksisterende kundene er tryggere, men det er uklart hvor mange nye kunder som tiltrekkes av denne løsningen. Betsson har investert i et eget team og analyseverktøy relatert til Responsible Gaming, men det er ikke vanskelig å *imitere* disse

løsningene for de andre selskap. Man kan heller ikke hevde at satsingen er *sjelden* da flere av de komparative selskapene har investert i lignende løsninger.

Som diskutert i PESTEL-analysen kan man vurdere hvorvidt avhengige kunder kan anses som en immateriell eiendel og en ressursfordel. Vi tror dog at dette ikke er tilfellet grunnet risikoen for økte reguleringer, samt påvirkningen det vil ha på selskapets kredibilitet. I tillegg ser vi at det er en svært lav andel av Betsson sine kunder som markeres med «rødt flagg», og vi har heller ingen grunn til å tro at Betsson underrapporterer på dette forholdet. På en annen side kan man vurdere om det er en ulempe for Betsson at de har avhengige kunder, og at de fremviser dette til offentligheten. Vi mener imidlertid at rapporteringen vil være en positiv utvikling for Betsson, hvor de faktisk kan fremvise hvor liten del av kundene som er i denne kategorien.

Vi ønsker også å trekke frem at til tross for at Betsson har økt fokus på bærekraft og bærekraftsrapportering, anses de likevel ikke som et «grønt selskap». Noen investorer har valgt å ekskludere gambling fra sin investeringshorisont på grunn av den negative påvirkningen bransjen har på noen individer. Dette kan påvirke Betsson sin tilgang på kapital og investorer. Eksempelvis har KLP bestemte seg for å ekskludere gamblingselskaper fra selskaper de kan investere i (KLP, 2021). Samtidig er det uklart hvor mange investorer som kommer til å ta den samme avgjørelsen ettersom at restriktive investorer, slik som NBIM, fortsatt er blant de største aksjonærene til Betsson (Betsson, 2022f).

Som konklusjon kan vi ikke se at Betsson sin satsing mot bærekraft gir grunnlag for et konkurransefortrinn, og vi kategoriserer denne satsingen som strategisk likevekt.

Lisenssituasjon i Nederland

Som nevnt i kapittel 2.5 er Nederland et stort marked for nettbasert gambling i Europa, og i 2021 var markedsverdien estimert til 814 MEUR (Focus Gaming News, 2021). Det at Betsson måtte trekke seg ut av det Nederlandske markedet har påvirket selskapets finansielle resultater. I Q2 rapporten for 2022 ser man at EBIT-marginen har falt fra 21,9 % til 15,7 % fra Q1 til Q2, og selskapet understreker at den tapte lisensen i Nederland er en av grunnene til dette (Betsson, 2022c). Det synes å være klart at det Nederlandske markedet har vært *verdifullt* for Betsson, og selskapet ønsker å komme inn i markedet igjen så raskt som mulig. Samtidig er det flere andre selskaper som allerede har mottatt lisens og er i full drift igjen, slik som Kindred Group (Kindred Group, 2022). Samtlige av de komparative selskapene har søkt på lisens i Nederland, og man kan ikke anta at dette er en *sjelden* ressurs som er *vanskelig å imitere*. Alle de

komparative selskapene har god erfaring med å oppnå lisenser, og man kan heller ikke hevde at Betsson er *organisert* på en måte som gir de en fordel ovenfor de komparative selskapene. Vi ønsker likevel å trekke frem at Betsson har lang erfaring innen anskaffelse av lisenser, og vi anser det som sannsynlig at de vil oppnå lisens i nær fremtid.

Betsson har vært ute av det nederlandske markedet siden oktober 2021 (Betsson, 2022). Som nevnt tidligere er det lite som skiller de komparative selskapene ovenfor kundene, og kundelojaliteten er lav. Man kan dermed regne med at Kindred og andre konkurrenter har tatt over en stor del av Betsson sin kundegruppe i Nederland. Selv om Betsson lykkes i å anskaffe lisens i Nederland, er det ikke gitt at selskapet klarer å oppnå samme markedsandel som tidligere. Grunnen til dette er at flere konkurrenter har fått et forsprang i markedet. Ut ifra nevnte forhold synes det å være klart at Betsson sin status i forbindelse med lisens i Nederland er en strategisk ulempe.

Fantasisport

Fantasisport markedet er et relativt stort og voksende marked. Man kan også se av Draftkings sine årsrapporter at de anser segmentet som svært *verdifullt* (Draftkings, 2021). En undersøkelse fra FSGA i USA i 2018 viste at 78 % av de som spiller fantasisport også driver med sportstipping, og at 75 % av de som driver med sportstipping også spiller fantasisport. I tillegg viste undersøkelsen at det var 59,3 millioner fantasisport spillere i USA i 2017 (u.å.). Man må merke seg at ikke alle som spiller fantasisport gjør det i form av tipping, men det er likevel klart at dette er en stor potensiell kundegruppe. Betsson har ikke gått ut med at de satser på dette segmentet, og vi anser det som en strategisk ulempe at de ikke allerede har tatt del i dette voksende markedet. Dersom Betsson satser på dette segmentet i årene som kommer vil de også ha en strategisk ulempe ved at konkurrentene har et forsprang.

4.3.2 Ressursfordel oppsummert

Ressurs	Verdifull?	Sjelden?	Ikke-imiterbar?	Organisert?	Utfall
Internutvikling	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Techsson	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Latin-Amerika	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Bærekraft	Ja	Nei	Nei	Ja	Strategisk likevekt
Lisens i Nederland	Nei	Nei	Nei	Nei	Strategisk ulempe
Fantasisport	Nei	Nei	Nei	Nei	Strategisk ulempe

Tabell 4.8 - VRIO-analyse oppsummert

Tabellen over oppsummerer de nevnte ressursfordelene. Konklusjonen fra VRIO-analysen er at Betsson har en *stor ressursfordel* basert på selskapets særegne ressurser og egenskaper.

Selskapets internutvikling gir opphav til en ressursfordel på kort sikt, som styrkes av selskapets lange erfaring og omstillingsevne i bransjen. Selv om Betsson har hatt en ressursfordel knyttet til internutvikling over hele analyseperioden, tror vi at denne vil forsvinne på kort sikt. Grunnen til dette er det økende fokuset på internkontroll hos de komparative selskapene i bransjen.

Selskapets egne digitale plattform, Techsson, gjør Betsson mindre avhengig av tredjepartsløsninger. Dette gir lavere kostnader knyttet til drift og vil gi Betsson en marginfordel på mellomlang sikt. Techsson reduserer i tillegg selskapets integrasjonskostnader, hvilket er viktig i en bransje hvor oppkjøp er en sentral del av driften.

Videre gir Betsson sin geografiske tilstedeværelse i Latin-Amerika selskapet en vekstfordel ettersom de hadde en tidlig satsing i et fremvoksende marked hvor få av de komparative selskapene opererer. Dette gir store ekspansjonsmuligheter, hvilket er svært positivt for Betsson sine vekstutsikter. Konkurransen vil imidlertid øke i fremtiden når flere aktører etablerer seg i regionen, hvilket reduserer ressursfordelen på mellomlang sikt. Klarer derimot selskapet å oppnå en sterk posisjon i markedet med sterk merkevare som følge av deres tidlige satsing, vil ressursfordelen påvirkes mindre på lengre sikt når konkurranseintensiteten øker.

Betsson har en større satsing mot bærekraft som følger av det økte fokuset mot bærekraft i verden. Til tross for det økende fokuset tror vi likevel ikke at satsingen utgjør mer enn en strategisk likevekt. En viktig grunn til dette er at det er enkelt å imitere for konkurrentene, samtidig som det er vanskelig å måle fordelene av investeringene.

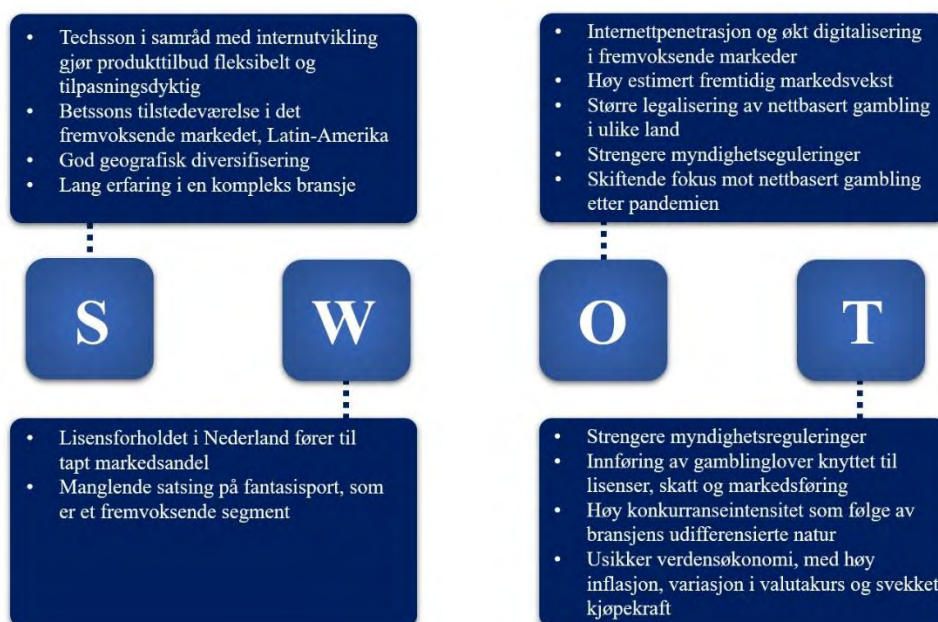
En kilde til ressursulempe er lisenssituasjonen i Nederland, som påvirker selskapets posisjon i markedet. Kindred Group og andre konkurrenter har allerede oppnådd lisens og dermed fått et strategisk forsprang. Imidlertid er Betsson i prosessen med å anskaffe lisens, hvilket antas at de oppnår i nær fremtid. Av den grunn vil ressursulempen på kort sikt reduseres, men grunnet de andre selskaperes forsprang vil ressursfordelen påvirke Betsson flere år frem i tid. Til slutt vil vi trekkes frem at Betsson sin manglende satsing på fantasisport anses som en ressursulempe. På bakgrunn av ovennevnte diskusjonen og analysen i 4.3.1 anser vi Betsson sin ressursfordel til å være stor over analyseperioden, og på mellomlang sikt.

4.4 SWOT

Etter å ha foretatt en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursorientert analyse, kan vi oppsummere funnene i en SWOT-analyse. SWOT er en analyse som ser på eksterne faktorer til det makroøkonomiske miljøet og på interne ressurser til et selskap. SWOT står for styrker (strengths), svakheter (weaknesses), muligheter (opportunities) og trusler (threats) (Barney, 2014). Analyseverktøyet har sine begrensninger, men ved å foreta en ekstern analyse i kapittel 4.2 og intern analyse i kapittel 4.3 eliminerer vi disse begrensningene i stor grad.

Den interne og eksterne analysen har gitt oss en helhetlig oversikt over Betsson og hvordan deres strategiske posisjon i bransjen er i dag. Dette knyttes til estimering av selskapets strategiske fordel og strategisk risiko. I kapittel 6 vil vi estimere Betsson sin syntetiske rating, hvor strategisk risiko vurderes opp resultatet. SWOT-analysen identifiserer og oppsummerer kritiske trusler og muligheter i den nettbaserte gamblingbransjen, og ser på i hvilken grad Betsson kan bruke sine organisatoriske styrker til å utnytte muligheter og potensielle trusler som preger bransjen.

Oppsummering av Betsson sine svakheter og styrker, i tillegg til muligheter og trusler i bransjen er fremvist i figur 4.6:



Figur 4.6 - SWOT

Vi ønsker å trekke frem teknologisk utvikling og større tilgang til internett som *muligheter* for Betsson, hvor vi knytter dette til fremvoksende markeder som følge av økt legalisering av nettbasert gambling. Betsson sin gode geografiske diversifisering gir selskapet mulighet til å

etablere seg i ulike land. Vi forventer at Betsson vil ha en strategisk vekst som følge av deres geografiske tilstedeværelse og tidlig satsing i Latin-Amerika, noe som kan gi selskapet nye inntjeningsmuligheter. Dette øker på samme måte Betsson sin geografiske diversifisering, og gjør at politiske endringer i forskjellige land vil ha mindre påvirkning på selskapet som en helhet. Et skiftende fokus til nettbasert gambling før og etter pandemien, samt den teknologiske utviklingen i verden skaper markedsvekst og Betsson kan utnytte dette gjennom sine styrker som fremvist i figuren over. Vi knytter dette opp mot selskapets organisatoriske styrke til å respondere på endringer i markedet gjennom sine stordriftsfordeler, og selskapets lange bransjeerfaring og effektive omstillingsevne. Betsson er i stand til å utnytte muligheter fra den teknologiske utviklingen som preger bransjen gjennom spillplattformen Techsson. Stor predikert markedsvekst i bransjen gir Betsson mulighet til å kapre nye markedsandeler og tiltrekke ny kundemasse.

Av *trusler* vil vi trekke frem politiske reguleringer og innføring av juridiske lover som vil påvirke Betsson. Disse faktorene er med på å dempe bransjefordelen, hvilket vil redusere den strategiske fordel til Betsson. Bransjen opplever stor konkurranseintensitet gjennom høy intern rivalisering. Økende oppkjøp og fusjoner mellom selskapene gir en økende konsolidering og vil følgelig dempe den interne rivaliseringen noe. Betsson sin tilstedeværelse i fremvoksende markeder og internutvikling, samt sterke merkevare i bransjen gjør dem kapabel til å stå imot trusselen, og vil gjøre det utfordrende for nyetablerte aktører å oppnå marginer tilsvarende Betsson. Videre vil Betsson sin måte å differensiere seg fra konkurrentene gjennom deres teknologiske fordeler, gjøre at trusselen fra intern rivalisering dempes og risikoen reduseres. Dette vil dessuten styrkes av lav kundelojalitet i markedet, som gir Betsson mulighet å tiltrekke nye kunder. Trusselen fra økt regulering i ulike markeder dempes av Betsson sin geografiske diversifisering. Lisenssituasjonen i Nederland er dog en organisatorisk svakhet som gjør at selskapet mister markedsandeler og reduserer selskapets tilstedeværelse og synlighet i markedet.

4.5 Oppsummering av strategisk analyse

Den strategiske analysen er foretatt med den hensikt å vurdere Betsson sin strategiske posisjon, og om de har en strategisk fordel basert på kvalitative analyser i form av en ekstern bransjeorientert analyse og intern ressursorientert analyse. Vi vil oppsummere den strategiske analysen ved å presentere våre funn, hvor vi ønsker å se nærmere på hvordan utviklingen av den strategiske fordel vil være i fremtiden.

Tabellen under viser den strategiske fordel som dekomponeres i en ekstern bransjefordel og en intern ressursfordel:

	Historisk	Kort sikt	Lang sikt
Bransjefordel	Liten ulempe	Nøytral	Liten
Ressursfordel	Stor	Stor	Liten
Strategisk fordel	Stor	Stor	Moderat

Tabell 4.9 - Oppsummering strategisk fordel

Tabellen viser at Betsson historisk sett har hatt en bransjeulempe og en stor ressursfordel, som tilsvarer en stor strategisk fordel. Det forutsettes at bransjen på lang sikt vil utvikle seg slik at det vil foreligge en liten bransjefordel, mens ressursfordelen til Betsson vil reduseres til liten, som tilsvarer en moderat strategisk fordel. Videre vil vi oppsummere bransje- og ressursfordel historisk sett, og hvordan fordelene vil utvikle seg på kort- og lang sikt.

4.5.1 Bransjefordel

Fra den eksterne bransjeorienterte analysen konkluderte vi med at bransjen har opplevd en bransjeulempe historisk sett, som begrunnes med høy konkurranse, lav kundelojalitet, økende reguleringer og avgifter. Videre har kunder moderat til lav forhandlingsmakt, mens leverandørmakten er moderat til høy. Vertikal integrasjon svekker derimot leverandørmakten, og skaper muligheter for de store aktørene i markedet som utvikler sin egen spillplattform. Den høye konkurranseintensiteten internt i bransjen fører til lavere marginer, noe som svekker bransjefordelen. Strengere reguleringer og innføring av juridiske lover krever stor omstillingsevne av selskapene i markedet, og reduserer vekstmulighetene. Videre kreves det store investeringskostnader for å kunne tilby den beste visuelle spilloplevelsen. Det vil være etableringsbarrierer for nye aktører som ønsker å operere i det nettbaserte gamblingmarkedet som følge av antall aktører, store investeringskostnader, sterk merkevare og stordriftsfordeler hos de etablerte aktørene.

På kort sikt vil bransjeulempen kunne utvikle seg til en nøytral bransjefordel. En av grunnene til den positive utviklingen er at selskapene blir mindre avhengig av tredjeparter. Videre fører reguleringer og mer lovgivning knyttet til nettbasert gambling til økte kostnader og dermed lavere marginer for selskapene som opererer i regulerte markeder. Fremvoksende markeder i regioner slik som Asia-Stillehavet, Latin-Amerika og USA skaper store vekstmuligheter for bransjen. Samtidig vil det fortsatt være høye etableringsbarrierer i bransjen, og høy intern rivalisering på kort sikt.

På lengre sikt forventer vi at det vil foreligge en liten bransjefordel grunnet stor markedsvekst og mer stabile regulatoriske forhold. I tillegg vil den teknologiske utviklingen prege bransjen i større grad og gi mulighet for selskapene å utvikle seg. Dette legger grunnlag for at lønnsomheten i bransjen vil øke i fremtiden. Det nettbaserte gamblingmarkedet er predikert å ha stor markedsvekst frem til 2030. Vi vektlegger at det vil fortsatt være etableringsbarrierer og få reelle substitutter, samt at tilgjengelighet av internett vil øke. Videre antar vi at konkurransekraftene ikke vil trekke bransjefordelen mot en bransjeulempe grunnet den store predikerte markedsveksten. Europa har utviklet seg til et mer modent marked, men grunnet fremvoksende markeder i Asia-Stillehavet, Latin-Amerika og USA forhindrer dette modenheten i bransjen som en helhet. Veksten gir aktørene i bransjen muligheter til å kapre nye markedsandeler fremfor å ta markedsandel fra sine konkurrenter, noe som demper den interne rivaliseringen.

4.5.2 Ressursfordel

Fra den interne ressursorienterte analysen konkluderte vi med at Betsson har en stor ressursfordel. Selskapets gode internutvikling og spillplattform gjør at de har et fleksibelt produkttilbud som er tilpasningsdyktig. Dette er hovedkilden til Betsson sin ressursfordel. Betsson har en mer utviklet spillplattform enn sine konkurrenter hvilket gir de en operasjonell fordel. Videre har selskapet god geografisk diversifisering, hvor de er til stede i flere fremvoksende markeder slik som Latin-Amerika. Den geografiske diversifiseringen gjør at Betsson diversifiserer bort noe politisk risiko. Situasjonen i Nederland har uansett påvirket Betsson og de har tapt markedsandeler, noe som svekker ressursfordelen.

På kort sikt antar vi at Betsson vil fortsette å opprettholde sin store ressursfordel som et resultat av god internutvikling og effektiv drift, hvilket kan gi dem en marginfordel. Flere av de komparative selskapene har de siste årene utviklet sine egne spillplattformer, men de ligger fremdeles bak Techsson hva gjelder kvalitet. Betsson sin tidlige satsing i Latin-Amerika tilsier et konkurransefortrinn i markedet, og selskapet kan med det styrke sin strategiske posisjon i flere ulike land. På lengre sikt antar vi at Betsson vil bli tatt igjen av bransjen, og konkurransefortrinnene knyttet til internutvikling, Techsonn og Latin-Amerika vil reduseres. Samlet sett antar vi at Betsson sin ressursfordel reduseres og blir liten på lang sikt.

4.6 Strategisk vekstanalyse

Vekstutsiktene for markedet i generell forstand omtales i delkapittel 2.2.7. I dette kapittelet vil vi fokusere på vekstutsikter knyttet til Betsson. Med hensyn til den eksterne bransjeorienterte analysen og interne ressursorienterte analysen har vi laget et grunnlag for å videre vurdere vekstmuligheter for Betsson.

Totalt sett er nettbasert gambling prognosert til å ha en årlig vekst på 11,7 % fra 2022 til 2030 (GVR Grand View Research, 2022). Viktige faktorer knyttet til videre vekst er legaliseringen av nye markeder, og den teknologiske utviklingen i Asia-Stillehavet, Latin-Amerika og Afrika (Marketline, 2022). Vi anser Betsson som godt posisjonert til å kapre ytterligere markedsandeler i de fremvoksende markedene. Først og fremst ønsker vi å trekke frem Betsson sin egen plattform, Techsson. Plattformen har vist seg å være en sentral ressurs på mange områder. Et viktig forhold er at den gjør teknologiske integreringen ved oppkjøp mindre ressurskrevende. På slik måte blir vekst gjennom oppkjøp mer tids- og kostnadsbesparende for Betsson. Plattformen har vist sin verdi gjennom flere år med mange oppkjøp, og den vil skape muligheter for vekst i fremtiden.

For det andre, ser vi at Betsson har søkt på lisenser i Nederland og Canada. Vi anser det som særdeles sannsynlig at selskapet vil oppnå disse lisensene i nær fremtid, hvilket gir tilgang til nye kunder. Videre observerer Betsson kontinuerlig mulighetene for å vokse i markeder som er regulert eller som er på vei til å bli regulert. Det er høyst sannsynlig at flere land rundt om i verden vil regulere markedene sine, som for eksempel i Latin-Amerika, USA og Canada. Vi ønsker dog å trekke frem at reguleringer også kan ha en negativ påvirkning på veksten ved stengte markeder, innføring av statlig monopol, reduserte muligheter for markedsføring og lignende. Gitt utviklingen i verden totalt sett tror vi reguleringer kan være positivt for Betsson ettersom de får et større marked. En annen utfordring for de regulerte markedene er de ulovlig ulisensierte aktørene. Det synes å være klart at de vil fortsette å forsøke å kapre markedsandel i regulerte markeder, men vi tror påvirkningen vil være begrenset på Betsson sin vekst.

Samlet sett anser vi Betsson til å være svært godt posisjonert for å ta del i den kommende predikerte markedsveksten, og vi tror at det er gode vekstutsikter for selskapet på kort og lang sikt.

5. Regnskapsanalyse

I dette kapitlet vil vi gjennomføre en kvantitativ regnskapsanalyse av Betsson og de komparative selskapene. Målet med denne delen av oppgaven er å få innsikt i den historiske utviklingen, samt hvordan selskapene er posisjonert i dag. Dette vil gjøre at vi er i stand til å ta mer kvalifiserte valg når det gjelder fremtidsutsiktene til Betsson og bransjen. Datagrunnlaget er hentet fra kvartals- og årsrapportene til de relevante selskapene. Regnskapstallene blir omgruppert og justert i kapittel 5. Tallene fra kapittel 5 vil inngå i analysen av kredittisiko i kapittel 6, og benyttes når vi skal utarbeide historiske avkastningskrav. Til slutt vil vi benytte regnskapstallene til analyse av rentabiliteten til selskapet.

5.1 Rammeverk og praktiske valg

5.1.1 Praktiske valg

For å gjennomføre en regnskapsanalyse er det spesielt tre praktiske forhold som må avklares. Disse forholdene er *analysenivå*, *analyseperiode* og *valg av komparative selskaper*. Først gjennomgås de praktiske valgene, deretter presenteres rammeverket for selve regnskapsanalysen. Teori fra Knivsflå (2022) og Plenborg & Kinserdal (2021) vil være grunnlaget for regnskapsanalysen, men det vil også suppleres med annen relevant litteratur.

Analysenivå

Analysenivå innebærer om selskapet skal analyseres som et samlet selskap eller om det skal deles inn i diverse forretningsområder. Ifølge Knivsflå (2022) bør man analysere forretningsområdene separat dersom det er store forskjeller på tvers av områdene. Om selskapet har like forretningsområder bør selskapet analyseres samlet (Knivsflå, F3, 2022, s. 22). Betsson sine forretningsområder er relativt identiske og samhandler tett og som følge av dette vil vi analysere forretningsområdene samlet. De komparative selskapene har relativt like forretningsområder, hvorav noen skiller seg litt ut på diverse områder, men ikke i den grad at hvert forretningsområde må analyseres separat.

Ved å analysere Betsson og de komparative selskapene samlet, må det vurderes hvilke regnskap som skal legges til grunn. Her kan man enten nytte selskapsregnskapet til morsselskapet eller konsernregnskapet i regnskapsanalysen. Betsson og de komparative selskapene er alle morsselskap med mange datterselskap. Holdingsselskapet er ansvarlig for strategi og mål, eierstyring og internkontroll, oppkjøp og salg, samt den finansielle

kommunikasjonen. Datterselskapene har ansvar for driften av virksomheten som blant annet inkluderer plattformer, nettsider og merkevarer. De konsoliderte regnskapene omfatter selve driften. Av den grunn benyttes konsoliderte regnskapstall i kommende analyser.

Analyseperiode

Ved valg av analyseperiode må det tas en vurdering på hvor mange perioder som skal inngå i analysen til selskapet, og dette innebærer å se på om selskapet har vært stabilt over tid eller om det har skiftet karakter (Knivsflå, F3, 2022, s. 24). Dersom selskapet har vært stabilt vil det være ønskelig å se på en lang analyseperiode. Dersom selskapet har hatt skiftende karakter, tilsier dette en kortere analyseperiode, da historiske regnskapstall vil være mindre representativt for selskapets drift i nyere tid. Det har ikke vært noen store skifter i Betsson sin drift, hvilket taler for en lang analyseperiode. Derimot har Betsson opplevd stor vekst, som kan knyttes til oppkjøp av andre selskaper og utvikling av teknologiske plattformer. De komparative selskapene har også gått inn i nye land og drevet med oppkjøp, jf. kapittel 2.2. Dette tilsier at analyseperiode bør reduseres. Samlet sett ser vi det som optimalt med en mellomlang analyseperiode på syv år, fra 2016 til 2022.

Komparative selskaper

De komparative selskapene må velges ut for å kunne definere gjennomsnittsvirksomheten i bransjen. Dette gjøres for å skape et sammenligningsgrunnlag for Betsson. I det nettbaserte gamblingmarkedet er det svært mange selskap, men vi anser de komparative selskapene som mest egnet til å utgjøre sammenligningsgrunnlaget. Bransjesnittet består dermed av Flutter Entertainment, Entain, Kindred Group, 888 Holdings, og Betsson.

5.1.2 Rammeverk for regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen foretas gjennom fire steg: (1) «trailing» årsregnskap, (2) omgruppering av regnskap for analyse, (3) analyse og justering av målefeil, (4) analyse av forholdstall (Knivsflå, F3, 2022, s. 4).



Figur 5.1 - Stegene i regnskapsanalysen

Steg 1: «Trailing» årsregnskap

Det første steget i regnskapsanalysen er utarbeidelse av «trailing» årsregnskapet for gjeldende år. Dette innebærer å inkludere sist kjente kvartalstall i regnskapsanalysen (Knivsflå, F3, 2022, s. 37). Betsson rapporterer kvartalsvis, og det er tilgjengelig regnskapstall for hvert kvartal i tidligere regnskapsår. Seneste årsregnskap for Betsson og bransjen er fra 2021. Det er hensiktsmessig å bruke informasjon som er tilgjengelig for 2022 for å danne et estimat på innværende årsrapport slik at vi kan danne et oppdatert grunnlag for verdsettelse. Vi vil på bakgrunn av dette utarbeide et «trailing»-årsregnskap for 2022 for Betsson og de komparative selskapene med tall som er tilgjengelig per september 2022.

Steg 2: Omgruppering for analyse

Det andre steget i regnskapsanalysen er en omgruppering av de rapporterte regnskapstallene. Formålet med dette steget er å sørge for at regnskapet er mer investororientert. Dagens oppstilling av regnskapstall er etter IFRS, hvor fokuset er mer relatert til kreditors interesser (Knivsflå, F4, 2022, s. 6). I en verdivurdering der formålet er å finne verdien til selskapet, er det ønskelig å avdekke kilder til normalinntjening, verdiskaping og utdeling (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 113). Omgrupperingen vil gjøres gjennom å skille mellom finansielle og driftsrelaterte poster, hvor vi også ønsker å se på om resultatpostene er unormale eller normale (Plenborg & Kinserdal, 2021, ss. 113-114). De normale driftsrelaterte postene vil være den primære drivkraften bak den langsiktige verdiskapingen. Dermed vil en normalisert oppstilling skape en mer investororientert oppstilling (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 113). Omgrupperingen vil bli foretatt i kapittel 5.3.

Steg 3: Analyse og justering av målefeil

Det tredje steget er å analysere hvorvidt regnskapet fremviser de underliggende økonomiske forholdene på en god måte, og eventuelt justere for målefeil. Når rapporterte tall avviker fra underliggende økonomiske forholdene kan dette potensielt skyldes målefeil som følge av regnskapsfleksibilitet og skjønnsmessige vurderinger (Knivsflå, FM5, 2022, s. 6). Formålet med denne analysen er å avdekke hvilke regnskapsposter som kan ha målefeil og eventuelt justere de, slik at beregnet rentabilitet på investert kapital er mer presis. I tillegg vil justeringene potensielt sørge for at regnskapstallene blir mer egnet for sammenligning på tvers av selskaper (Knivsflå, FM5, 2022). Analyse og justering av målefeil blir foretatt i kapittel 5.4.

Steg 4: Analyse av forholdstall

I det siste steget vil vi benytte regnskapstall som er omgruppert og justert til å undersøke underliggende økonomiske forhold, hvor vi har fokus på superrentabilitet og kredittrisiko. Risikoanalysen foretar analyse av både soliditet og likviditet, som oppsummeres i en syntetisk rating. Den syntetiske rating gir Betsson og bransjesnittet en karakter knyttet til underliggende likviditetsrisiko. Analyse av rentabilitet innebærer å estimere avkastningskrav hvor Betsson sin rentabilitet måles opp mot avkastningskravet for å avdekke om selskapet har en strategisk fordel eller ulempe (Knivsflå, F9, 2022, s. 26). Analysen gir oss anledning til å kvantifisere en potensiell strategisk fordel, og vurdere dette opp mot den kvalitative strategisk analysen i kapittel 4. Den strategiske fordelen vil videre dekomponeres i den hensikt å identifisere kilder til en potensiell strategisk fordel eller ulempe. Nevnte analyser og beregninger blir foretatt i kapittel 6, 7 og 8.

5.2 Presentasjon av tall

I videre kapitler vil vi presentere resultatregnskapet og balansen til Betsson, basert på årsrapportene fra 2016 til 2021. Alle tall er i SEK millioner. Det blir således presentert endring i egenkapital for den valgte perioden.

5.2.1 Resultatregnskap

Tabell 5.1 fremviser et samlet resultatregnskap basert på rapporterte tall fra 2016 til 2021.

Resultatregnskap (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Salgsinntekter	4 117,31	4 716,46	5 419,82	5 172,97	6 389,57	6 672,34
<i>Vekst år over år</i>		15 %	15 %	-5 %	24 %	4 %
Operasjonelle gamblingkostnader	-1 039,34	-1 297,07	-1 559,85	-1 745,39	-2 288,70	-2 354,22
<i>Operasjonelle gamblingkostnader i % av salgsinntekt</i>	-25 %	-28 %	-29 %	-34 %	-36 %	-35 %
Bruttofortjeneste	3 077,97	3 419,39	3 859,98	3 427,58	4 100,86	4 318,12
Kapitalisert utviklingskostnad	211,77	214,07	201,54	202,44	245,41	251,61
Markedsføringskostnad	-822,31	-969,57	-994,50	-898,08	-1 096,46	-1 147,65
Personalkostnader	-657,89	-786,40	-813,95	-790,22	-890,92	-963,36
Andre eksterne kostnader	-638,38	-719,43	-741,05	-701,81	-844,80	-894,41
Andre operasjonelle kostnader/inntekter	-12,92	-8,28	-6,89	-10,12	-29,77	-4,31
EBITDA	1 158,25	1 149,78	1 505,13	1 229,79	1 484,32	1 560,00
Avskrivninger	-211,86	-267,59	-311,35	-364,75	-359,11	-366,30
<i>SUM driftskostnader</i>	<i>-2 131,58</i>	<i>-2 537,20</i>	<i>-2 666,20</i>	<i>-2 562,54</i>	<i>-2 975,65</i>	<i>-3 124,41</i>
Driftsresultat (EBIT)	946,39	882,19	1 193,78	865,04	1 125,22	1 193,71
Finansinntekter	2,13	2,44	2,84	4,11	3,24	3,89
Finanskostnader	-12,51	-41,70	-44,23	-58,29	-59,69	-60,66
<i>SUM finansposter</i>	<i>-10,38</i>	<i>-39,26</i>	<i>-41,40</i>	<i>-54,18</i>	<i>-56,45</i>	<i>-56,77</i>
Resultat før skatt	936,02	842,93	1 152,38	810,86	1 068,77	1 136,94
Skatt	-57,97	-56,46	-74,33	-23,76	-77,97	-82,49
<i>Skatt i % av resultat før skatt</i>	-6 %	-7 %	-6 %	-3 %	-7 %	-7 %
Resultat etter skatt	878,04	786,47	1 078,06	787,10	990,79	1 054,45
OCI etter skatt	92,28	32,87	234,28	57,55	-399,86	229,62
Totalresultat	970,33	819,34	1 312,33	844,65	590,94	1 284,06

Tabell 5.1 - Resultatregnskap, Betsson

Vi ser at Betsson har en noe variert utvikling i driftsresultatet, men at det har vært mer stabilt de siste to årene. Utenom 2019 har selskapet hatt vekst i inntektene hvert år i analyseperioden. Inntektene hadde en vekst på 15 % i både 2017 og 2018, mens veksten var størst i 2020. Veksten i 2020 må dog ses i sammenheng med at 2019 var et svakere år enn 2018. Betsson har hatt positivt resultat etter skatt over hele den valgte perioden. Til tross for størst økning i inntekter i 2020, så var årets totalresultat det laveste i den valgte perioden, men dette kom som følge av store valutabevegelser, vist ved negativ OCI etter skatt.

5.2.2 Balanse

I tabell 5.2 er det fremvist en detaljert oversikt over Betsson sin balanse fra 2016 til 2021.

Balanse Betsson (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Immaterielle eiendeler	4 627,46	4 943,37	5 164,47	5 218,95	5 321,41	5 858,51
Eiendom, anlegg og utstyr	85,94	97,66	95,49	74,37	71,65	67,81
Bruksrettsmidler	-	-	-	98,99	207,61	214,85
Finansielle eiendeler	12,60	9,18	1,36	13,65	18,28	245,37
Andre langsiktige fordringer	-	2,59	1,12	1,17	-	-
Utsatt skattefordel	34,85	43,80	57,06	50,01	34,63	11,55
SUM Anleggsmidler	4 760,85	5 096,61	5 319,49	5 457,14	5 653,57	6 398,08
Skattefordringer	490,35	444,76	581,51	557,53	555,91	642,76
Andre fordringer	483,82	662,67	990,75	940,97	1 093,37	1 026,36
Forskuddsbetalte utgifter og påløpte inntekter	83,26	134,44	90,67	99,14	98,60	130,80
Kontanter og likvide eiendeler	444,27	479,45	488,75	639,16	863,17	977,44
SUM Omløpsmidler	1 501,70	1 721,32	2 151,68	2 236,80	2 611,04	2 777,36
SUM Eiendeler	6 262,54	6 817,93	7 471,17	7 693,94	8 264,60	9 175,44
Aksjekapital	96,33	96,33	96,33	96,33	96,33	96,33
Annen innskutt egenkapital	1 437,53	1 437,85	1 438,32	1 438,76	1 439,98	1 441,95
Reserver	116,34	149,21	383,49	442,46	41,18	270,80
Opptjent egenkapital	1 852,74	1 983,53	2 671,13	2 921,51	3 460,05	4 012,74
Minoritetsinteresser	-	-	-	-	25,36	5,54
SUM Egenkapital	3 502,94	3 666,92	4 589,26	4 899,05	5 062,89	5 816,28
Avsetninger	20,09	12,89	32,66	14,48	-	-
Utsatt skatteforpliktelser	0,95	29,26	41,93	14,57	17,13	17,93
Obligasjonslån	990,78	993,94	-	986,27	991,27	-
Gjeld til kredittinstitusjoner	334,84	-	93,51	-	-	-
Langsiktig gjeld - leasing	-	-	-	34,20	131,79	142,01
SUM Langsiktig gjeld	1 346,66	1 036,09	168,09	1 049,52	1 140,19	159,94
Obligasjonslån	-	-	997,10	-	-	996,26
Kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	-	663,93	-	83,36	70,26	-
Leverandørgjeld	90,41	174,81	111,40	666,68	70,28	142,44
Betalbar skatt	576,51	513,77	687,61	560,81	639,12	757,89
Annen kortsiktig gjeld	464,86	481,03	521,10	383,14	757,48	799,79
Påløpte utgifter og utsatt inntekt	281,18	281,38	396,61	51,39	465,94	443,94
Kortsiktig gjeld - leasing	-	-	-	-	58,44	58,92
SUM Kortsiktig gjeld	1 412,95	2 114,92	2 713,83	1 745,37	2 061,52	3 199,23
SUM Egenkapital og gjeld	6 262,54	6 817,93	7 471,18	7 693,94	8 264,60	9 175,44

Tabell 5.2 - Rapportert balanse 2016-2021, Betsson

Figuren over viser at eiendelene har hatt en jevn økning over hele perioden. Betsson opererer hovedsakelig på nettbaserte plattformer, hvilket betyr at selskapet har lite fysiske eiendeler. Immaterielle eiendeler er den største posten under anleggsmidler, og posten har vært stabilt økende over hele den valgte perioden. Økningen i anleggsmidler skyldes hovedsakelig økt goodwill som følge av oppkjøp. Det er også viktig å merke seg at selskapet balansefører leieavtaler i henhold til IFRS 16 fra 2019. Et annet forhold vi ønsker å trekke frem er at Betsson

reklassifiserer obligasjonslån som kortsiktig gjeld når det er under ett år til forfall. I 2019 utstedte selskapet et usikret obligasjonslån på 1000 MSEK. Lånet forfalt september 2022, og det ble derfor omgruppert i 2021 som kortsiktig gjeld. Dette skaper stor variasjon mellom kortsiktig og langsiktig gjeld over perioden. Til slutt ønsker vi å spesifisere at vi ser bort fra minoritetsinteresser i flere beregninger gjennom oppgavene, hvor vi legger dette til i egenkapitalen samlet sett. Dette er fordi det utgjør en ubetydelig del av egenkapitalen.

5.2.3 Endring i egenkapital

Tabell 5.3 fremviser endringen i egenkapitalen over hele analyseperioden.

MSEK	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Egenkapital 1.1.	3 153,72	3 502,93	3 666,92	4 589,26	4 899,05	5 062,89
Totalresultat	970,33	819,34	1 312,33	845,01	606,63	1 309,46
Utbytte	-624,25	-658,85	-393,10	-538,43	-393,56	-502,88
Opsjoner til ansatte	3,07	3,47	2,85	1,81	1,37	1,43
Innløsning av opsjoner til ansatte	-0,66	-0,29	-0,21	-0,09	0	-0,30
Premium mottatt for opsjoner	0,73	0,32	0,47	0,44	1,22	1,97
Tilbakekjøp av egne aksjer	0	0	0	0	-60,06	0
Andre minoritetsinteresser	0	0	0	0	8,24	-56,30
Egenkapital 31.12.	3 502,94	3 666,92	4 589,26	4 897,99	5 062,89	5 816,28

Tabell 5.3 - Rapportert endring i egenkapital 2016-2021, Betsson

5.2.4 «Trailing» tall 2022

I delkapittelet 5.2.4 estimerer vi «trailing» årsregnskap og balanse. Ettersom vi ønsker å basere analysen på tall som er mest mulig oppdaterte, estimerer vi årsregnskapet og balansen per 31.12.2022. Bakgrunnen for dette er at vi kun har tallene fra første halvår tilgjengelig på analysetidspunktet. Vi vil basere oss på teori fra kurset Verdssettelse (BUS440). Vi ønsker også å presisere at børsnoterte selskap er pliktig til å rapportere halvårsregnskap, men at disse ikke må være revidert. I Betsson sitt tilfelle er ikke kvartalsrapportene revidert.

Betsson rapporterer i EUR fra Q1 2022, men SEK er fortsatt gruppens funksjonelle valuta (Betsson, 2022c). Ettersom alle historiske tall er i SEK har vi valgt å foreta analysen i SEK, og de rapporterte tallene fra 2022 vil således konverteres fra EUR til SEK. Ettersom siste rapporterte tall er fra Q2 2022 har vi valgt å basere konvertering av resultatregnskapet på et gjennomsnitt av valutakursen i 2022; 10,5351 (SEK/EUR) (Exchange rates UK, u.å.).

«Trailing» resultatregnskap

Først og fremst ønsker vi å presisere hvordan vi beregner de ulike postene. Normale poster for 2022e er beregnet med hensyn til tall fra 2021 og 2022, justert med en vekstfaktor. Dette er vist i følgende formler (Knivsflå, F3, 2022, s. 47):

$$2022e = Q1_{2022} + Q2_{2022} + (1 + g) * Q3_{2021} + (1 + g) * Q4_{2021}$$

$$g = \frac{Q1_{2022} + Q2_{2022}}{Q1_{2021} + Q2_{2021}} - 1$$

De postene som vi anser som sjeldne eller engangshendelser klassifiseres som unormale poster. Disse postene er ikke relevant å ta med i framskrivningen da man ikke kan anta at de inntreffer igjen (Knivsflå, F3, 2022, s. 44).

Salgsinntekter

Som forklart i makroforholdene vil gamblingsselskapenes inntekt påvirkes av store sportslige arrangementer. Gitt at det er fotball VM fra 20.11.2022 til 18.12.2022 finner vi det rimelig å anta at inntekten fra sportstipping vil være høyere i Q4 enn Q4 2021 (FIFA, 2022). I tillegg kom Betsson ut med et resultatvarsel 06.10.2022 hvor de varslet at Q3 er det finansielt sterkeste kvartalet i selskapets historie. Her la de også til at inntektene er estimert til å være over 2 000 MSEK (Nasdaq, 2022). Vi har av den grunn overstyrt vekstformelen for Q3, og estimert inntektene til å være 2 000 MSEK. I henhold til meldingen fra selskapet skal denne veksten være drevet av en sterk utvikling i Latin-Amerika, Øst-Europa og CEECA. Selskapets kunder virker å være lite preget av økte kostnader i verden, og vi tror veksten vil være tilsvarende i Q4.

Gitt utviklingen i Q3 og fotball VM vurderer vi det dithen at det er rimelig å overstyre vekstformelen, også for Q4. Når man ser på den historiske utviklingen i de kvartalsviseinntektene før 2021 ser man at Betsson har hatt høyere inntekt i Q4 enn i Q3. I Q3 2021 hadde Betsson en unormalt lav margin på sportstippingen da favorittene vant unormalt mye. I tillegg til dette sluttet selskapet å akseptere kunder fra Nederland (Betsson, 2022). Til tross for at selskapet fortsatt ikke har fått lisens i Nederland har selskapet tatt igjen den tapte inntekten med stor vekst i andre deler av verden. I tillegg rapporterte Betsson om en høy margin på sportstipping i 2022 (Betsson, 2022g). Hva gjelder inntekter finner vi det således rimelig å anta at Q4 2022 er mer sammenlignbart med Q3 2022 enn Q4 2021. Da det er

vanskelig å predikere hvor stor påvirkning fotball VM har velger vi å sette inntekten til 2 000 MSEK også i Q4.

Operasjonelle gamblingkostnader

Operasjonelle gamblingkostnader omfatter lisensavgifter, spillavgifter, kommisjon til tilknyttede partnere og andre gamblingkostnader (Betsson, 2022). Disse kostnadene er relatert til driften og med hensyn til det som er rapportert er det ingen unormale poster knyttet operasjonelle gamblingkostnader. Uansett må det trekkes frem at «andre kostnader» relatert til gambling kan inneholde unormale poster, men i mangel av forklaring fra selskapet kan vi ikke vurdere dette nærmere.

Gamblingkostnadene i prosent av salgsinntektene utgjør mellom 34-36 % fra 2019 til 2021. Til tross for at inntekten er justert opp noe ser vi at de operasjonelle gamblingkostnadene utgjør ~37 % av inntektene ved bruk av vekstformelen. Vi velger derfor å justere kostnadsposten slik at den tilsvarer 35,5 % av inntektene, hvilket er tilnærmet likt flere analytikerestimer (Arnell, 2022a).

Kapitalisert utviklingskostnad

Selskapet spesifiserer at de kapitaliserer utviklingskostnader er relatert til plattformene sine. Betsson forklarer at dette skal reflektere hvordan utviklingskostnaden skaper finansielle fordeler i fremtiden (Betsson 2022). Denne posten har utviklet seg jevnt over hele perioden, og vi kan ikke hevde at denne posten er unormal. Vi ønsker dog å kommentere at dette er en post som påvirker resultatet, og at det er mye usikkerhet knyttet hvorvidt denne posten faktisk reflekterer de fremtidige inntektene, men gitt selskapets gode historikk med internutvikling virker det å være rimelig at Betsson kapitaliserer noe av utviklingskostnaden. Det er også viktig å merke seg at det er mye regnskapsfleksibilitet relatert til kapitalisering av utviklingskostnader. Ledelsen estimerer hvor lenge utviklingen vil være produktiv for å kunne sette avskrivningene. I tillegg til dette gjennomføres det nedskrivningstester (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 506). Begge disse vurderingene er subjektive, og ledelsen kan påvirke de i stor grad.

Personalkostnader

Betsson har ikke spesifisert personalkostnader på en måte som gjør det mulig å identifisere eventuelle unormale poster. Eksempler på dette kan være bonuser og lignende, men i mangel av informasjon har vi ikke anledning til å justere denne posten.

Andre eksterne kostnader

Utviklingen i andre eksterne kostnader er ikke forklart eller spesifisert. Vi kan dermed ikke foreta noen nærmere vurderinger av denne posten. Gitt den historiske utviklingen anser vi denne som normal.

Andre operasjonelle kostnader/inntekter

Betsson har spesifisert at denne posten omfatter gevinst/tap ved kjøp og salg av eiendeler, samt tap/gevinst knyttet operasjonelle valutavekslinger (Betsson, 2022). Man kan argumentere for at valutaeffektene ikke er unormale gitt selskapets natur, men samlet sett anser vi dette som en unormal post, og vi velger å justere denne posten.

Finansinntekter og -kostnader

I henhold til forelesninger av Knivsfå er det flere måter å regne ut «trailing» finansinntekter og -kostnader (Knivsfå, F3, 2022, s. 54). Finansinntektene og -kostnadene er rapportert som en samlepost i kvartalsrapporten, og posten er ikke spesifisert ytterligere i notene. Vi har derfor valgt å beregne finansinntekter og -kostnader basert på de historiske tallene fra 2019 til 2021. Finanskostnadene har i snitt vokst 2 % årlig fra 2019 til 2021. Finanskostnaden i 2022e settes derfor 2 % høyere enn i 2021, noe som synes rimelig når man tar balansen i betraktning. Når det gjelder finansinntektene, er denne posten noe mer ujevn og vi setter denne posten skjønnsmessig til 4 MSEK, som er omtrent det samme som 2021.

Skattekostnad

Skattekostnaden kan beregnes på følgende måte (Knivsfå, F3, 2022, s. 55):

$$Skatt = dss * DR + fiss * (FI + UFR) - fkss * RK$$

Dss = driftsskattesats, fiss = finansinntektsskattesats, fkss = effektiv skattesats på finanskostnader, DR = driftsresultat, FI = finansinntekter, UFR = unormalt finansresultat

Driftsskattesatsen beregnes i henhold til følgende formel (Knivsfå, F3, 2022, s. 57):

$$dss = \frac{SK - fiss * (FK * UFR) + sss * SK}{Driftsresultat før skatt}$$

I tillegg til ovennevnte formel er det nødvendig å beregne skatten knyttet til finansresultatet, hvilket er utfordrende å gjøre presist med tanke på den manglende informasjonen. Dessuten er selskapsskatten i Sverige 20,6 %, men Betsson er et globalt selskap som betaler skatt i

mange land, og skattesatsen vil variere fra land til land (NHO, u.å.). Eksempelvis er store deler av driften til Betsson under datterselskap i Malta, hvor skattesatsen er 5 % på bruttofortjenesten (Directa, u.å.). Det å estimere en presis skattekostnad for Betsson er en krevende øvelse, i tillegg til dette er det svært begrenset med relevant informasjon i kvartalsrapportene. Dersom man ser på den samlede skatten i % av resultatet før skatt i 2020 og 2021 var den 7,3 % og 7,26 %. Med tanke på nevnte forhold foretar vi en forenkling av skattesatsen, og baserer den på et snitt av 2020 og 2021, da satsen er relativt lik i begge årene. Skattesatsen er således beregnet til 7,28 %.

Annet fullstendig resultat (OCI)

Annet fullstendig resultat omfatter valutaeffekter og sikring av valuta i forbindelse med det operasjonelle utenfor Sverige. Vi anser dette som en del av driften, men som man ser av de historiske tallene i 5.2.1 varierer denne posten mye fra år til år. Annet fullstendig resultat anses som unormal da den er vanskelig å estimere og svært varierende. Dermed settes OCI for 2022e lik rapportert OCI fra Q2 2022.

Samlet sett

Samlet sett kommenterer Betsson postene sine lite i forhold til selskaper i mange andre bransjer. I kvartalsrapportene er det lite detaljert informasjon, og vi klarer nok ikke å identifisere alle unormale poster som bør justeres. I mangel av detaljerte beskrivelser ser vi oss derfor nødt til å basere oss på de rapporterte tallene uten å gjøre større justeringer for unormale poster. Vi ønsker også å presisere at vi ikke har justert opp kostnadene mer enn vekstfaktorene selv om inntektene er justert opp noe. Dette er fordi vi anser kostnadene som rimelige i forhold til inntekten, tatt i betraktning den historiske kostnadsutvikling og analytikerestimer. Predikert «trailing» resultatet er fremvist i tabellen under.

"Trailing" resultat Betsson (MSEK)	2022		2021			Trailing Uten vekst	Vekst %	Over- styring	2022e
	Q1-Q2	Q1-Q4	Q1-Q2	Q3	Q4				
Salgsinntekter	3 754,71	6 672,34	3 344,40	1 733,30	1 594,70	7 082,71	0,12		7 754,71
Operasjonelle gamblingkostnader	-1 375,88	-2 354,22	-1 135,50	-612,80	-605,90	-2 594,58	0,21		-2 752,92
Kapitaliserte utviklingskostnader	127,47	251,61	128,20	60,90	62,50	250,87	-0,01		250,18
Markedsføringskostnader	-609,98	-1 147,65	-607,20	-280,50	-259,90	-1 150,38	0,00		-1 152,86
Personalkostnader	-587,86	-963,36	-479,60	-240,40	-243,30	-1 071,56	0,23		-1 180,74
Andre eksterne kostnader	-539,40	-894,41	-418,70	-240,30	-235,40	-1 015,10	0,29		-1 152,23
Andre operasjonelle kostnader/inntekter	-3,16	-4,31	2,50	-1,70	-5,10	-9,96			-3,16
Avskrivninger	-209,65	-366,30	-174,60	-94,90	-96,90	-401,45	0,20		-439,95
SUM driftskostnader	-1 822,57	-3 124,41	-1 549,40	-796,90	-778,10	-3 397,57			-3 678,76
Driftsresultat (EBIT)	556,25	1 193,71	659,50	323,60	210,70	1 090,55			1 323,03
Fiansinntekter								4,00	4,00
Finanskostnader								-61,87	-61,87
SUM finansposter	9,48	-56,80	-26,60	-13,30	-16,90	-20,72	-1,36		-57,87
Resultat før skatt	565,73	1 136,91	632,90	310,30	193,80	1 069,83			1 265,15
Skatt	-45,30	-82,49	-55,00	-23,00	-4,50	-72,80			-92,05
Resultat etter skatt	520,43	1 054,42	577,90	287,30	189,30	997,03			1 173,10
OCI etter skatt	80,07	229,62							80,10
Total resultat	600,50	1 284,03							1 253,17

Tabell 5.4 - "Trailing" resultat, Betsson

«Trailing» balanse

«Trailing» balanse settes lik den siste kjente balansen (Knivsflå, F3, 2022, s. 61). I Betsson sin kvartalsrapport for Q2 2022 er balansen lite spesifisert. Vi har derfor basert «trailing» balansen på tallene fra kvartalsrapporten, men også på et gjennomsnitt av hvordan postene har vært balanseført fra 2019 til 2021. Prosentvis ser man at postene er relativt like over perioden, og vi anser dette som best mulig estimat. Grunnen til at vi ikke baserer balansen på tall lenger tilbake i tid er endringen i forbindelse med IFRS 16, som medfører at balansen endres ettersom leieforhold balanseføres (Kinserdal, 2022). Estimert «trailing» balanse følger i tabellen under.

"Trailing" balanse Betsson	2022e
Immaterielle eiendeler	6 280,30
Eiendom, anlegg og utstyr	82,37
Bruksrettsmidler	197,43
Finansielle eiendeler	98,41
Andre langsiktige fordringer	0,48
Utsatt skattefordel	38,16
SUM Anleggsmidler	6 697,16
Skattefordring	725,34
Andre fordringer	1 264,32
Forskuddsbetalte utgifter og påløpte inntekter	135,09
Kontanter og likvide eiendeler	1 012,59
SUM Omløpsmidler	3 137,35
SUM Eiendeler	9 834,52
Aksjekapital	117,19
Annen innskutt egenkapital	1 752,03
Reserver	307,57
Opptjent egenkapital	4 177,80
Minoritetsinteresser	8,60
SUM Egenkapital	6 363,20
Avsetning	-
Utsatt skatteforpliktelse	27,39
Obligasjonslån	934,46
Gjeld til kredittinstitusjoner	-
Langsiktig gjeld - leasing	119,05
SUM Langsiktig gjeld	1 080,90
Obligasjonslån	248,13
Kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	65,22
Leverandørgjeld	366,99
Betalbar skatt	691,81
Annen kortsiktig gjeld	666,88
Påløpte utgifter og utsatt inntekt	314,12
Kortsiktig gjeld - leasing	37,26
SUM Kortsiktig gjeld	2 390,41
SUM Egenkapital og gjeld	9 834,52

Tabell 5.5 - "Trailing" balanse

«Trailing» endring i egenkapital

Som nevnt rapporterer Betsson i EUR fra 2022. Vi har således konvertert balansen fra EUR til SEK. Valutakonverteringen gjør dog at det blir en differanse i egenkapitalen. Dette løses ved å sette inn en omregningsdifferanse på 209,38 MSEK (Knivsfå, F8, 2022, s. 21). Omregningsdifferansen inngår i driftsrelatert «dirty surplus» i videre beregninger.

MSEK	2020	2021	2022e
Egenkapital 1.1.	4899	5063	5817
Totalresultat	607	1309	1253
Utbytte	-394	-503	-539
Opsjoner til ansatte	1	1	1
Innløsning av opsjoner til ansatte	0	0	0
Premium mottatt for opsjoner	1	2	0
EK-andel tilknyttede selskaper	0	0	38
Tilbakekjøp av egne aksjer	-60	0	0
Andre minoritetsinteresser	8	-56	-33
Utbytte Q3	0	0	270
Dirty surplus	0	0	-653
Omgregning differanse	0	0	209
Egenkapital 31.12.	5063	5817	6363

Tabell 5.6 - "Trailing" endring i egenkapital

5.3 Omgrupper for analyse

Formålet med omgruppering er å optimalisere tallene for analyse. I vårt tilfelle vil det være hjelpsomt for å få et mest mulig presist syn på selskapet. Dette oppnår man blant annet ved å justere for unormale poster. Som nevnt innledningsvis er regnskap som føres i henhold til IFRS mer kreditororientert. Omgrupperingen har som mål å gjøre tallene mer investororienterte, og dette gjør vi ved å øke fokuset på kildene til normalinntjening, verdiskapning og utdeling. Grunnen til at vi ønsker mer investororienterte tall er fordi det er optimalt for budsjettering av fremtidig inntjening (Plenborg & Kinserdal, 2021, ss. 113-114).

5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Omgrupperingen av resultatregnskapet vil gjennomføres i henhold til rammeverket som presenteres i kurs BUS440A ved Norges Handelshøyskole. Omgrupperingen gjennomføres over fire steg: (1) identifisere det fullstendige nettoresultatet, (2) fordele det fullstendige resultatet, (3) trekke ut unormale poster, og (4) fordele skattekostnaden (Knivsflå, F4, 2022, s. 3).

Steg 1 - Identifisere det fullstendige netto resultatet

For å identifisere fullstendig netto resultat benytter vi oss av rapportert årsresultat, annet fullstendig resultat (OCI) og «dirty surplus». «Dirty surplus» er et brudd på kongruensprinsippet om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres i resultatregnskapet eller oppstillingen av totalresultatet. Dersom det fremkommer brudd på kongruensprinsippet føres kostnader og inntekter direkte mot egenkapitalen (Knivsflå, F4, 2022, s. 22). «Dirty

surplus» skal være null i henhold til IFRS, men det finnes unntak som emisjonskostnader og prisendringer. Betsson rapporterer etter IFRS, og fra årsrapportene ser man at det ikke forekommer «dirty surplus» i den relevante perioden. I 2022e ble 443,29 MSEK satt inn som «dirty surplus» for at endringen i egenkapitalen skal stemme med egenkapitalen per 30.06.2022. Betsson sitt fullstendige nettoresultat fremkommer i følgende tabell:

Fullstendig nettoresultat (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Resultat etter skatt	878,04	786,47	1 078,06	787,10	990,79	1 054,45	1 173,10
Annet fullstendig resultat (OCI)	92,28	32,87	234,28	57,55	-399,86	229,62	80,10
Totalresultat	970,33	819,34	1 312,33	844,65	590,94	1 284,06	1 253,20
Driftsrelatert dirty surplus (DSP)	0	0	0	0	0	0	-443,29
Finansielt dirty surplus (FSP)	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat	970,33	819,34	1 312,33	844,65	590,94	1 284,06	809,91

Tabell 5.7 - Fullstendig nettoresultat

Steg 2 - Fordeling av det fullstendige nettoresultatet

I dette steget skal vi fordele det fullstendige nettoresultatet på driftsresultat, finansinntekt, finanskostnad, skattekostnad, og resultat til egenkapital. Grunnen til at vi ønsker å fordele det fullstendige nettoresultatet er fordi vi ønsker å identifisere kildene til verdiene, og klargjøre hvordan verdiene blir fordelt på kapitaleierne (Knivsflå, F4, 2022, s. 30).

Annen inntekt/kostnad i resultatregnskapet er relatert til valutaeffekter i forbindelse med driften, men også gevinst/tap ved kjøp og salg av driftsmidler. Gitt driftens natur må man regne med at det følger valutaeffekter med det operasjonelle, og vi har valgt å kategorisere dette forholdet som en del av driften (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 662).

En annen post som må vurderes under driftsresultatet er andre eksterne kostnader. Notene knyttet til dette punktet forklarer kun en minimal del av posten. Betsson forklarer at andre tjenester i hovedsak kan relateres til oppkjøp. Det må dog presiseres at tilhørende regnskapsnoter kun forklarte ~0,9 % av hele posten i 2021 (Betsson, 2022g). I 2016 inkluderte selskapet en note som forklarte at posten også bestod av diverse leieforhold knyttet til biler og utstyr, men regnskapsnotene forklarte allikevel kun 11,3 % av den totale summen. Betsson foretar strategisk oppkjøp, og kostnadene relatert til dette kategoriseres som drift. Leieforholdene er også driftsrelaterte. Til tross for manglende informasjon mener vi derfor at postene som er nevnt underbygger at dette samlet sett er en post relatert til drift, men vi kan ikke utelukke at posten også omfatter forhold som kan relateres til finans. Utover nevnte forhold synes det å være klart at resterende av det operasjonelle resultatet er relatert til drift.

Fullstendig driftsresultat (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Salgsinntekter	4 117,31	4 716,46	5 419,82	5 172,97	6 389,57	6 672,34	7 754,71
Operasjonelle gamblingkostnader	-1 039,34	-1 297,07	-1 559,85	-1 745,39	-2 288,70	-2 354,22	-2 752,92
Kapitalisert utviklingskostnad	211,77	214,07	201,54	202,44	245,41	251,61	250,18
Markedsføringskostnad	-822,31	-969,57	-994,50	-898,08	-1 096,46	-1 147,65	-1 152,86
Personalkostnader	-657,89	-786,40	-813,95	-790,22	-890,92	-963,36	-1 180,74
Andre eksterne kostnader	-638,38	-719,43	-741,05	-701,81	-844,80	-894,41	-1 152,23
Andre operasjonelle kostnader/inntekter	-12,92	-8,28	-6,89	-10,12	-29,77	-4,31	-3,16
EBITDA	1 158,25	1 149,78	1 505,13	1 229,79	1 484,32	1 560,00	1 762,98
Avskrivninger	-211,86	-267,59	-311,35	-364,75	-359,11	-366,30	-439,95
<i>SUM driftskostnader</i>	<i>-2 131,58</i>	<i>-2 537,20</i>	<i>-2 666,20</i>	<i>-2 562,54</i>	<i>-2 975,65</i>	<i>-3 124,41</i>	<i>-3 678,76</i>
Driftsresultat (EBIT)	946,39	882,19	1 193,78	865,04	1 125,22	1 193,71	1 323,03
Annet fullstendig resultat - drift	92,28	32,87	234,28	57,55	-399,86	229,62	0,00
Driftsrelatert "dirty surplus" (DSP)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-443,29
Fullstendig driftsresultat før skatt	1 038,68	915,06	1 428,06	922,59	725,36	1 423,33	879,74

Tabell 5.8 - Fullstendig driftsresultat før skatt

Fullstendig finansresultat (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Fiansinntekter	2,13	2,44	2,84	4,11	3,24	3,89	4,00
Rentekostnader	-12,51	-41,70	-44,23	-58,29	-59,69	-60,66	-61,87
Finansresultat før skatt	-10,38	-39,26	-41,40	-54,18	-56,45	-56,77	-57,87
Resultat fra diskontinuerlig drift	0	0	0	0	0	0	0
Annet fullstendig resultat - finans	0	0	0	0	0	0	0
Finansielt "dirty surplus" (FSP)	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig finansresultat før skatt	-10,38	-39,26	-41,40	-54,18	-56,45	-56,77	-57,87

Tabell 5.9 - Fullstendig finansresultat før skatt

Steg 3 - Trekke ut unormale poster

En unormal post defineres som en post som kun påvirker resultatet over en periode eller et fåtall av de relevante periodene. Et annet kjennetegn er at det gjerne er store variasjoner i tallene, og de er derfor vanskelig å predikere (Knivsflå, F4, 2022, s. 40). For å analysere Betsson sine tall og gi gode estimater på fremtiden er det viktig å forstå den underliggende trenden, og dermed hvilke poster som er gjentakende. De rapporterte tallene inneholder gjerne støy i form av unormale poster som nedskrivninger og verdiendringer. Vi justerer for disse postene for å sørge for at tallene er mer relevante for vårt formål (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 640).

Betsson har, som nevnt, spesifisert at andre operasjonelle kostnader/inntekter omfatter gevinst/tap ved kjøp og salg av eiendeler, samt tap/gevinst knyttet operasjonelle valutavekslinger. Man kan argumentere for at valutaeffektene ikke er unormale gitt selskapets natur, men posten varierer mye og den er svært vanskelig å predikere da det ikke er mulig å identifisere noen underliggende trend. I tillegg anser vi gevinst/tap ved kjøp og salg av eiendeler som engangshendelser. Samlet sett vurderer vi dette som en unormal post, og vi velger å justere denne posten.

Ut fra det Betsson rapporterer har de svært få nedskrivninger. Nedskrivninger anses endog som unormale, og vi justerer dermed for nedskrivninger. Under de operasjonelle gamblingkostnadene er det en post som kalles andre kostnader relatert til tilbudte tjenester. Denne posten ser ut til å ha en jevn utvikling over den valgte perioden, og selv om det ikke er spesifisert hva den inneholder antar vi at dette er en del av den normale driften.

Videre har markedsføringskostnader har ingen nærmere spesifisering enn det som er satt opp i resultatet, og vi kan ikke vurdere denne nærmere. Posten antas derfor å være normal i sin helhet. Det samme gjelder for personalkostnader. Andre eksterne kostnader er heller ikke spesifiser i stor grad, og denne antas å være en del av normal drift ettersom den utvikler seg relativt jevnt med inntektene. Avskrivningene har en stabil utvikling over perioden, og det er ingen poster som kan hevdes å være unormale fra selskapets noter.

Fra annet fullstendig resultat (OCI) anses samtlige poster som unormale. Til tross for at postene er gjentakende ser man at det stor variasjon i disse tallene, og det er vanskelig å predikere hvordan tallene vil utvikle seg i fremtiden. Alle de tre postene anses som unormale og legges til i det unormale resultatet.

I notene spesifiserer finansinntektene nærmere, og en post under finansinntektene er «andre finansinntekter». Posten varierer mye fra år til år, og vi anser den som vanskelig å predikere. Posten er ikke definert, men grunnet utviklingen velger vi å kategorisere denne som unormal.

Unormalt driftsresultat (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Andre operasjonelle kostnader/inntekter	-12,92	-8,28	-6,89	-10,12	-29,77	-4,31	-3,16
Nedskrivninger	0	-28,55	0,70	0	0	0	0
Unormalt driftsresultat før skatt	-12,92	-36,84	-6,19	-10,12	-29,77	-4,31	-3,16
Valutasikring av operasjonelle investeringer (OCI)	-51,57	-11,50	-5,35	15,98	19,56	9,43	0
Valutakursdifferanser ved omregning av utenlandske operasjoner (OCI)	143,86	44,37	239,63	41,57	-419,41	220,19	54,78
Driftsrelatert "dirty surplus" (DSP)	0	0	0	0	0	0	-443,29
Fullstendig unormalt driftsresultat	79,37	-3,97	228,09	47,42	-429,62	225,31	-391,67

Tabell 5.10 - Fullstendig unormalt driftsresultat

Unormalt finansresultat (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Andre finansinntekter	0	0	0	1,965	0,004	0,034	0
Unormalt finansresultat	0	0	0	1,965	0,004	0,034	0
Andre finansielle resultatposter (OCI)	0	0	0	0	0	0	0
Finansielt "dirty surplus"	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig unormalt finansresultat	0	0	0	1,965	0,004	0,034	0

Tabell 5.11 - Fullstendig unormalt finansresultat

Steg 4 - Fordeling av skattekostnad

Steg fire i omgrupperingen av resultatet er fordeling av skattekostnaden på de ulike resultatpostene. Selskapsskatten i Sverige er hentet fra Betsson sine årsrapporter. Vi setter rentekostnadsskattesatsen lik selskapsskatten i det aktuelle året. Ettersom det eksempelvis ikke er skatt på aksjegevinster og utbytte for svenske selskaper er skattesatsen på finansinntektene lavere enn den opprinnelige selskapsskattesatsen (PwC, 2022). Grunnet Betsson sin kompliserte skattestruktur benytter vi en forenklet regel fra Knivsflå sitt rammeverket, hvor finansinntektsskattesatsen beregnes til 2/3 av selskapsskattesatsen (Knivsflå, F4, 2022, s. 7). Driftsskattesatsen er beregnet i henhold til formelen fremvist i delkapittel 5.2.4. Videre har vi beregnet normal driftsskattesats som medianen av driftsskattesatsen over analyseperioden.

Skattesatser	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Selskapsskattesats (sss)	22,0 %	22,0 %	22,0 %	21,4 %	21,4 %	20,6 %	20,6 %
Driftsskattesats (dss)	6,4 %	7,4 %	7,0 %	4,1 %	8,0 %	7,9 %	7,9 %
Normal driftsskattesats (ndss)	7,4 %	7,4 %	7,4 %	7,4 %	7,4 %	7,4 %	7,4 %

Tabell 5.12 - Skattesatser

Unormalt netto driftsresultat (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Unormalt driftsresultat	-12,92	-36,84	-6,19	-10,12	-29,77	-4,31	-3,16
Skatt på unormalt driftsresultat	0,82	2,73	0,43	0,42	2,39	0,34	0,25
Unormalt netto driftsresultat	-12,09	-34,11	-5,76	-9,71	-27,38	-3,97	-2,91
Driftsrelatert OCI	92,28	32,87	234,28	57,55	-399,86	229,62	54,78
Driftsrelatert "dirty surplus"	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-443,29
Unormal skatt på normalt drift	9,75	0,00	4,71	28,69	-7,21	-6,15	-6,32
Unormalt netto driftsresultat	77,8	- 35,3	227,5	66,8	- 461,8	215,5	- 400,6

Tabell 5.13 - Unormalt netto driftsresultat

Unormalt netto finansresultat (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Unormale finansinntekter	0	0	0	1,965	0,004	0,034	0
Unormale finanskostnader	0	0	0	0	0	0	0
Unormalt finansresultat	0	0	0	1,965	0,004	0,034	0
Skatt på unormalt finansresultat	0	0	0	-0,28	-0,001	-0,005	0
Finansielt annet fullstendig resultat	0	0	0	0	0	0	0
Finansielt "dirty surplus"	0	0	0	0	0	0	0
Unormalt netto finansresultat	0	0	0	1,685	0,003	0,029	0

Tabell 5.14 - Unormalt netto finansresultat

Skattefordeling (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Normal driftskatt	-70,98	-68,00	-88,79	-64,76	-85,46	-88,65	-98,13
Unormal skatt på normalt drift	9,75	0,00	4,71	28,69	-7,21	-6,15	-6,32
Skatt på unormal driftskostnad	0,82	2,73	0,43	0,42	2,39	0,34	0,25
Skatt på normale finansinntekter	-0,31	-0,36	-0,42	-0,31	-0,46	-0,53	-0,55
Skatt på unormale finansinntekter	0,00	0,00	0,00	-0,28	0,00	0,00	0,00
Skatt på rentekostnader	2,75	9,17	9,73	12,47	12,77	12,49	12,75
Skattekostnad	-58,0	-56,5	-74,3	-23,8	-78,0	-82,5	-92,0
Rapportert skattekostnad	-58,0	-56,5	-74,3	-23,8	-78,0	-82,5	-92,0

Tabell 5.15 - Rapportert skattekostnad

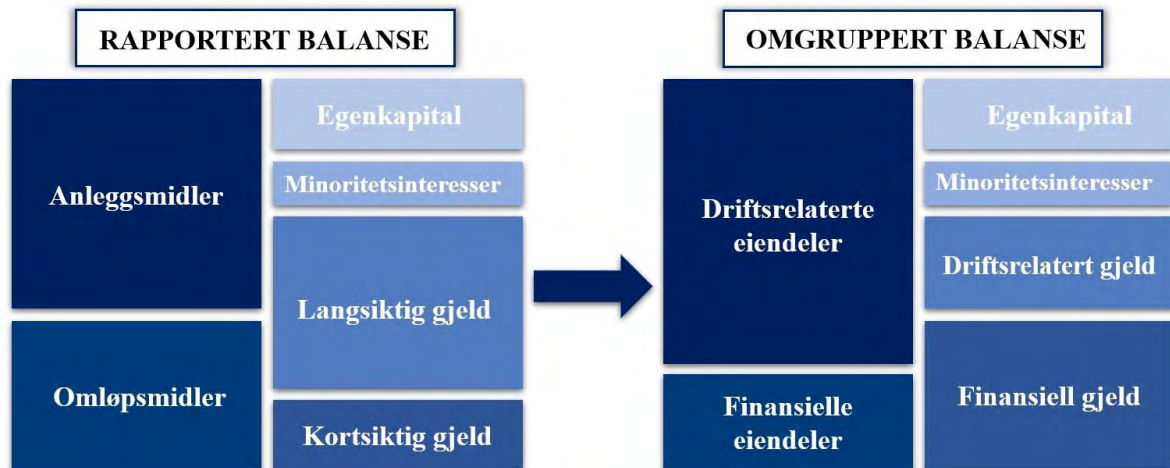
Videre følger det fullstendige normaliserte resultat for Betsson.

Normalisert resultatregnskap (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Normalisert driftsresultat før skatt	959,31	919,03	1 199,97	875,16	1 154,98	1 198,02	1 326,19
Driftsrelatert skattekostnad	-70,98	-68,00	-88,79	-64,76	-85,46	-88,65	-98,13
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	888,33	851,03	1 111,18	810,41	1 069,52	1 109,37	1 228,06
Netto driftsresultat fra tilknyttede virksomheter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Netto driftsresultat	888,33	851,03	1 111,18	810,41	1 069,52	1 109,37	1 228,06
Netto normalisert finansinntekt	1,82	2,08	2,42	1,83	2,77	3,32	3,45
Netto resultat til sysselsatt kapital	890,15	853,11	1 113,60	812,24	1 072,29	1 112,70	1 231,51
Netto finanskostnad	-9,76	-32,53	-34,50	-45,81	-46,92	-48,16	-49,13
Netto resultat til egenkapitalen	880,39	820,58	1 079,10	766,43	1 025,38	1 064,54	1 182,38
Unormalt netto driftsresultat	77,84	-35,35	227,47	66,82	-461,82	215,53	-400,65
Unormalt netto finansresultat	0,00	0,00	0,00	1,68	0,00	0,03	0,00
Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	958,24	785,23	1 306,57	834,94	563,56	1 280,10	781,73

Tabell 5.16 - Fullstendig nettoresultat til egenkapital

5.3.2 Omgruppering av balansen

Et selskap består av operasjonelle-, investerings-, og finansielle aktiviteter. For å beregne diverse finansielle nøkkeltall til analyseformål er det nyttig å skille mellom disse. Grunnen til at finansielle eiendeler bør skilles fra operasjonelle eiendeler er at selskapets drift er driveren bak verdiskapningen. Dessuten er gjerne selskapets operasjonelle forhold vanskeligere å kopiere, mens selskapets finansielle posisjon som regel er mye enklere å replikere (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 110). I dette delkapittelet vil vi derfor omgruppere balansen slik at den deles i operasjonelle- og finansielle eiendeler og gjeld. Postene som anses som noe mer uklare vil bli forklart i mer detalj. Figuren under illustrerer omgrupperingen.



Figur 5.2 - Omgruppering av balanse

Immaterielle eiendeler

Immaterielle eiendeler består av systemer, produkter og plattformer relatert til gambling (Betsson, 2022). Posten inneholder også kjøpte merkevarer, goodwill og databasen knyttet til kunder. Det synes å være klart at disse forholdene er relatert til driften, og vi klassifiserer denne posten som operasjonell.

Bruksrettsmidler

Fra 2019 ble IFRS 16 innført, noe som påvirker balanseføringen av leieavtaler. Denne endringen omtales nærmere i delkapittel 5.4.1. Hva gjelder kategoriseringen, er bruksrettsmidlene under eiendeler kategorisert som operasjonelle da dette er leieavtaler relatert til eiendeler som omhandler drift. På gjeldssiden har vi valgt å kategorisere dette som finansiell gjeld, da gjelden er rentebærende.

Skatt

For Betsson er skatt hovedsakelig relatert til driften. Vi klassifiserer dermed alle balansepostene relatert til skatt som operasjonelle poster, men vi ønsker å legge til at noen skatteposter typisk kan klassifiseres som finansielle. I mangel av informasjon kategoriseres likevel alt som operasjonell. Vi ønsker også å spesifisere at utsatt skatt omfatter forskjellen mellom skattemessig og regnskapsmessig verdi, og utgjør skatteforpliktelsen som inntreffer om eiendelene selges for bokført verdi per balanseført tidspunkt (Plenborg & Kinserdal, 2021, ss. 119-120).

Andre fordring

Andre fordringer omfatter fordringer til B2B kunder og andre selskaper (Betsson, 2022). Denne posten omhandler kun operasjonelle forhold, og den klassifiseres derfor som operasjonell.

Forskuddsbetalte utgifter og påløpte inntekter

Denne posten dekker forskuddsbetalinger og påløpte inntekter i forbindelse med markedsføring, lisenskostnader, konsulenter, sanntidsstrømming, produksjonskostnader og andre forskudds-betalte kostnader (Betsson, 2022). Det er uklart hva som omfattes av andre forskuddsbetalte kostnader, men utover denne posten så synes det å være klart at resterende poster er relatert til driften. Samlet sett anses derfor denne posten som operasjonell.

Kontanter og likvide eiendeler

Kontanter og likvide midler blir ofte ansett som finansielle eiendeler, som kan bli benyttet til å utbetale utbytte, kjøpe tilbake egne aksjer, eller betale tilbake gjeld uten å påvirke det operasjonelle. De fleste selskap vil dog trenge noe av de likvide eiendelene for å kunne drive selskapet. Kontantene som benyttes til den daglige driften holdes ofte på bankkontoer med svært lav rente. Betsson, i likhet med andre selskap, vil trenge noe av de likvide midlene for å drive selskapet. Skjønnsmessig har vi valgt å klassifisere 10 % av denne posten som operasjonell, og resterende som finansiell (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 120).

Annen kortsiktig gjeld

Annen kortsiktig gjeld består av MVA, gamblingskatt, spillerkontoer og andre operasjonelle poster (Betsson, 2022). Denne posten kategoriseres derfor som operasjonell.

Rentebærende gjeld

Obligasjonslån og gjeld til kredittinstitusjoner er rentebærende gjeld og følgelig kategoriserer vi dette som finansielle poster.

Påløpte utgifter og utsatt inntekt

Påløpte utgifter og utsatt inntekt omfatter feriepenger, lønn, jackpot reserver, markedsføring, konsulenter med mer (Betsson, 2022). I tillegg er omtrent 20 % av denne posten relatert til en «annet»-post. Det er ikke spesifisert hva denne inneholder, men gitt de nevnte forholdene velger vi å kategorisere denne som drift i sin helhet. Under følger den omgrupperte balansen:

Omgruppert balanse Betsson (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Immaterielle eiendeler	4 627,46	4 943,37	5 164,47	5 218,95	5 321,41	5 858,51	6 280,30
Eiendom, anlegg og utstyr	85,94	97,66	95,49	74,37	71,65	67,81	82,37
Bruksrettsmidler	-	-	-	98,99	207,61	214,85	197,43
Finansielle eiendeler	12,60	9,18	1,36	13,65	18,28	245,37	98,41
Andre langsiktige fordringer	-	2,59	1,12	1,17	-	-	0,48
Utsatt skattefordel	34,85	43,80	57,06	50,01	34,63	11,55	38,16
Finansielle anleggsmidler	12,60	9,18	1,36	13,65	18,28	245,37	98,41
Operasjonelle anleggsmidler	4 748,25	5 087,43	5 318,14	5 443,49	5 635,29	6 152,72	6 598,75
Skattefordring	490,35	444,76	581,51	557,53	555,91	642,76	725,34
Andre fordringer	483,82	662,67	990,75	940,97	1 093,37	1 026,36	1 264,32
Forskuddsbetalte utgifter og påløpte inntekter	83,26	134,44	90,67	99,14	98,60	130,80	135,09
Kontanter og likvide eiendeler	444,27	479,45	488,75	639,16	863,17	977,44	1 012,59
Finansielle omløpsmidler	399,84	431,51	439,87	575,24	776,85	879,70	911,33
Operasjonelle omløpsmidler	1 101,85	1 289,82	1 711,81	1 661,56	1 834,19	1 897,67	2 226,02
SUM finansielle eiendeler	412,44	440,68	441,23	588,89	795,12	1 125,06	1 009,75
SUM operasjonelle eiendeler	5 850,10	6 377,25	7 029,94	7 105,04	7 469,48	8 050,38	8 824,77
SUM eiendeler	6 262,54	6 817,93	7 471,17	7 693,94	8 264,60	9 175,44	9 834,52
Egenkapital	3 502,94	3 666,92	4 589,26	4 899,05	5 062,89	5 816,28	6 363,20
Avsetninger	20,09	12,89	32,66	14,48	-	-	-
Utsatt skatteforpliktelse	0,95	29,26	41,93	14,57	17,13	17,93	27,39
Obligasjonslån	990,78	993,94	-	986,27	991,27	-	934,46
Gjeld til kredittinstitusjoner	334,84	-	93,51	-	-	-	-
Langsiktig gjeld - leasing	-	-	-	34,20	131,79	142,01	119,05
Langsiktig finansiell gjeld	1 325,62	993,94	93,51	1 020,47	1 123,06	142,01	1 053,51
Langsiktig operasjonell gjeld	21,04	42,15	74,58	29,05	17,13	17,93	27,39
Obligasjonslån	-	-	997,10	-	-	996,26	248,13
Kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	-	663,93	-	83,36	70,26	-	65,22
Leverandørgjeld	90,41	174,81	111,40	666,68	70,28	142,44	366,99
Betalbar skatt	576,51	513,77	687,61	560,81	639,12	757,89	691,81
Annen kortsiktig gjeld	464,86	481,03	521,10	383,14	757,48	799,79	666,88
Påløpte utgifter og utsatt inntekt	281,18	281,38	396,61	51,39	465,94	443,94	314,12
Kortsiktig gjeld - leasing	-	-	-	-	58,44	58,92	37,26
Kortsiktig finansiell gjeld	-	663,93	997,10	83,36	128,71	1 055,18	350,61
Kortsiktig operasjonell gjeld	1 412,95	1 450,99	1 716,73	1 662,00	1 932,81	2 144,06	2 039,81
SUM Egenkapital og gjeld	6 262,54	6 817,93	7 471,18	7 693,94	8 264,60	9 175,44	9 834,52

Tabell 5.17 - Omgruppert balanse, Betsson

Totalbalanse Betsson (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Finansielle anleggsmidler	12,60	9,18	1,36	13,65	18,28	245,37	98,41
Finansielle omløpsmidler	399,84	431,51	439,87	575,24	776,85	879,70	911,33
Finansielle eiendeler	412,44	440,68	441,23	588,89	795,12	1 125,06	1 009,75
Operasjonelle anleggsmidler	4 748,25	5 087,43	5 318,14	5 443,49	5 635,29	6 152,72	6 598,75
Operasjonelle omløpsmidler	1 101,85	1 289,82	1 711,81	1 661,56	1 834,19	1 897,67	2 226,02
Operasjonelle eiendeler	5 850,10	6 377,25	7 029,94	7 105,04	7 469,48	8 050,38	8 824,77
Eiendeler	6 262,54	6 817,93	7 471,17	7 693,94	8 264,60	9 175,44	9 834,52
Egenkapital	3 502,94	3 666,92	4 589,26	4 899,05	5 062,89	5 816,28	6 363,20
Langsiktig finansiell gjeld	1 325,62	993,94	93,51	1 020,47	1 123,06	142,01	1 053,51
Kortsiktig finansiell gjeld	-	663,93	997,10	83,36	128,71	1 055,18	350,61
Finansiell gjeld	1 325,62	1 657,87	1 090,61	1 103,84	1 251,77	1 197,19	1 404,12
Langsiktig operasjonell gjeld	21,04	42,15	74,58	29,05	17,13	17,93	27,39
Kortsiktig operasjonell gjeld	1 412,95	1 450,99	1 716,73	1 662,00	1 932,81	2 144,06	2 039,81
Operasjonell gjeld	1 433,99	1 493,14	1 791,31	1 691,05	1 949,94	2 161,98	2 067,20
Egenkapital og gjeld	6 262,54	6 817,93	7 471,18	7 693,94	8 264,60	9 175,44	9 834,52

Tabell 5.18 - Omgruppert totalbalanse, Betsson

Sysselsatt kapital

I dette delkapittelet vil vi omgruppere totalbalansen for å finne sysselsatt kapital balanse. Den sysselsatte kapitalen er plassert av kreditorer og investorer. Det er derfor slik at driftsrelatert gjeld ikke er en del av sysselsatt kapital. Den driftsrelaterte gjelden er nemlig plassert som en naturlig del av driften (Knivsflå, F5, 2022).



Figur 5.3 - Omgruppering til sysselsatt kapital

For å løse ovennevnte flytter vi driftsrelatert gjeld over på eiendelssiden, slik at vi får netto driftseiendeler på eiendelsiden av balansen. Fordelen med denne omgrupperingen er at man får en balanse som er sysselsatt gjennom aktive investorer i et kapitalmarked (Knivsflå, F5, 2022, s. 2). Motivasjonen for å flytte den driftsrelaterte gjelden er at den er en del av driftssyklusen. Driftsrelatert gjeld, som leverandørgjeld, bør anses som en korleksjon til driftseiendeler istedenfor en gjeld. Grunnen til dette er at driftsrelaterte gjeld ikke er direkte rentebærende, men renten kan komme i form av høyere innkjøpspris, og dermed som en høyere driftskostnad (Knivsflå, F5, 2022, s. 3).

Netto driftseiendeler består av netto anleggsmidler og driftsrelatert arbeidskapital. Beregningen vises i følgende tabeller:

Driftseiendeler (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Operasjonelle anleggsmidler	4 748,25	5 087,43	5 318,14	5 443,49	5 635,29	6 152,72	6 598,75
Langsiktig operasjonell gjeld	21,04	42,15	74,58	29,05	17,13	17,93	27,39
Netto operasjonelle anleggsmidler	4 727,21	5 045,27	5 243,55	5 414,44	5 618,16	6 134,79	6 571,36
Operasjonelle omløpsmidler	1 101,85	1 289,82	1 711,81	1 661,56	1 834,19	1 897,67	2 226,02
Kortsiktig operasjonell gjeld	1 412,95	1 450,99	1 716,73	1 662,00	1 932,81	2 144,06	2 039,81
Operasjonell arbeidskapital	-311,09	-161,17	-4,92	-0,45	-98,63	-246,39	186,21

Tabell 5.19 - Omgruppert operasjonell arbeidskapital

Sysselsatt kapital Betsson (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Netto operasjonelle anleggsmidler	4 727,21	5 045,27	5 243,55	5 414,44	5 618,16	6 134,79	6 571,36
Operasjonell arbeidskapital	-311,09	-161,17	-4,92	-0,45	-98,63	-246,39	186,21
Netto driftseiendeler	4 416,11	4 884,10	5 238,64	5 414,00	5 519,53	5 888,40	6 757,57
Finansielle eiendeler	412,44	440,68	441,23	588,89	795,12	1 125,06	1 009,75
Sysselsatt kapital	4 828,55	5 324,79	5 679,87	6 002,89	6 314,66	7 013,46	7 767,32
Egenkapital	3 502,94	3 666,92	4 589,26	4 899,05	5 062,89	5 816,28	6 363,20
Finansiell gjeld	1 325,62	1 657,87	1 090,61	1 103,84	1 251,77	1 197,19	1 404,12
Sysselsatt kapital	4 828,56	5 324,79	5 679,87	6 002,89	6 314,66	7 013,46	7 767,32

Tabell 5.20 - Omgruppert sysselsatt kapital

Netto driftskapital

I det siste steget av dette delkapittelet omgrupperer vi sysselsatt kapital til netto driftskapital. Omgrupperingen er fremstilt i figur 5.4:



Figur 5.4 - Omgruppering til netto driftskapital

Første steg innebærer å finne netto finansiell gjeld ved å flytte finansielle eiendeler over på gjeldssiden. Deretter deler vi inn balansen i netto driftseiendeler og netto driftskapital. Fordelen med denne balansen er at den representerer driftseiendeler netto, og hvordan driften er finansiert (Knivsflå, F5, 2022, s. 5).

Netto finansiell gjeld (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Finansiell gjeld	1 325,62	1 657,87	1 090,61	1 103,84	1 251,77	1 197,19	1 404,12
Finansielle eiendeler	412,44	440,68	441,23	588,89	795,12	1 125,06	1 009,75
Netto finansiell gjeld	913,18	1 217,19	649,38	514,94	456,64	72,12	394,37

Tabell 5.21 - Netto finansiell gjeld

Netto driftskapital (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Netto operasjonelle anleggsmidler	4727,21	5045,27	5243,55	5414,44	5618,16	6134,79	6571,36
Operasjonell arbeidskapital	-311,09	-161,17	-4,92	-0,45	-98,63	-246,39	186,21
Netto operasjonelle eiendeler	4416,11	4884,10	5238,64	5414,00	5519,53	5888,40	6757,57
Egenkapital	3502,94	3666,92	4589,26	4899,05	5062,89	5816,28	6363,20
Netto finansiell gjeld	913,18	1217,19	649,38	514,94	456,64	72,12	394,37
Netto driftskapital	4416,11	4884,10	5238,64	5414,00	5519,53	5888,40	6757,57

Tabell 5.22 - Netto driftskapital

5.3.3 Omgruppering av kontantstrøm

Kontantstrøm oppstillingen etter IFRS er mer kreditororientert enn investororientert (Knivsflå, F5, 2022, s. 4). Vi har derfor omgruppert kontantstrømmen på følgende måte:

Omgruppert kontantstrøm (MSEK)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Netto driftsresultat	919,0	1200,0	875,2	1155,0	1198,0	1326,2
Unormalt netto driftsresultat	-35,3	227,5	66,8	-461,8	215,5	-400,6
Endring i netto driftseiendeler	468,0	354,5	175,4	105,5	368,9	869,2
Fri kontantstrøm fra drift	415,7	1072,9	766,6	587,6	1044,7	56,4
Netto finansinntekt	2,1	2,4	1,8	2,8	3,3	3,5
Unormalt netto finansresultat	0,0	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0
Endring i finansielle eiendeler	28,2	0,5	147,7	206,2	329,9	-115,3
Fri konantstrøm til sysselsatt kapital	389,5	1074,8	622,5	384,2	718,1	175,1
Netto finanskostnad	-32,5	-34,5	-45,8	-46,9	-48,2	-49,1
Endring i finansiell gjeld	332,3	-567,3	13,2	147,9	-54,6	206,9
Fri kontantstrøm til egenkapital	754,3	542,0	681,5	579,0	711,7	431,2

Tabell 5.23 - Omgruppert kontantstrøm

5.4 Analyse av målefeil og justering

Målefeil inntreffer dersom et selskaps rapporterte tall avviker fra de faktiske økonomiske forholdene (Knivsflå, FM5, 2022, s. 6). Dette betyr at beregnet rentabilitet med rapporterte regnskapstall kan avvike fra faktisk rentabilitet. Målefeil kan uttrykkes i henhold til følgende formler (Knivsflå, F7, 2022, ss. 15-16):

$$\text{Målefeil} = \text{egenkapitalrentabilitet (ekr)} - \text{egenkapitalkravet (ekk)}$$

$$\text{Målefeil} = (\text{ekr}^* - \text{ekk}) + (\text{ekr}_{GRS} - \text{ekr}^*) + (\text{ekr} - \text{ekr}_{IFRS})$$



Målefeil av type 1 inntreffer i tilfeller hvor det er avvik mellom normaliserte børsavkastningen (ekk) og «god» rentabilitetsmåling (ekr^*). Målefeil 1 kan være et uttrykk for strategisk fordel, eller superrentabilitet. Følgelig er strategisk fordel en ønskelig målefeil for et selskap, og

trenger ikke justeres. På bakgrunn av dette ønsker vi å fokusere på målefeil av type 2 og 3, og ikke justere for målefeil av type 1.

Målefeil av type 2 inntreffer når egenkapitalrentabilitet beregnet etter relevante regnskapsregler (ekr_{GRS}), avviker fra egenkapitalrentabilitet beregnet ved «god» måling (Knivsflå, F7, 2022, s. 41). Manglende balanseføring er den største kilden til målefeil av type 2, hvilket medfører at kapitalen blir undervurdert og rentabiliteten blir overvurdert (Knivsflå, F7, 2022, s. 44). Når man skal gjennomføre en verdsettelse er det ønskelig å måle rentabiliteten i forhold til virkelig investert kapital, og det er derfor ønskelig å justere for målefeil av type 2.

Målefeil av type 3 inntreffer når det er avvik mellom egenkapitalrentabilitet etter regnskapsreglene (ekr_{IFRS}) og rapportert egenkapitalrentabiliteten (Knivsflå, F7, 2022, s. 68). Dette vil si at en virksomhet ikke rapporterer slik som regnskapsreglene tilsier. Målefeil av type 3 kan gjøre at regnskapstall fremstår som mer lønnsomme eller mindre risikable enn det som reelt. Slike målefeil er vanskelig å oppdage. Betsson sine kvartalsrapporter blir ikke revidert, og det er dermed en risiko for at målefeil av type 3 forekommer. Vi anser dog målefeil av type 3 som lite sannsynlig.

5.4.1 Analyse av målefeil og justering

Børsnoterte selskaper slik som Betsson er pliktig til å rapportere både årsrapporter og halvårsrapporter. Betsson sine årsrapporter er reviderte, men det er ikke kvartalsrapportene. Dette forutsetter at regnskapstall i årsrapportene er fri for vesentlige målefeil av type 3. Derimot vil det være en risiko at regnskapstallene for det nåværende året 2022 har vesentlige målefeil av type 3, da vi har benyttet kvartalsrapportene til å estimere «trailing» tallene, men som nevnt anser vi dette som lite sannsynlig. Det er også viktig å merke seg at justering av regnskapet kan føre til mer støy, da man som ekstern analytiker ikke besitter den samme informasjonen som insidere. I tillegg er kvartalsrapportene relativt lite informative, og det er derfor vanskelig å gjøre gode justeringer. Grunnet det vil vi kun analysere målefeil av type 2.

Leieavtaler

Før 2019 skilte man leieavtaler i operasjonelle- og finansielle avtaler i henhold til IAS 17 (Deloitte, u.å.). I 2019 ble IFRS 16 innført, noe som påvirket balanse- og kostnadsføringen av leieavtaler. IFRS 16 krever at alle leieavtaler blir ført som finansielle leieavtaler, samt at leieavtaler balanseføres som en eiendel og som en gjeld, lik samlet nåverdi av alle kontraktsfestede fremtidige leiebetalinger (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 620). Etter IFRS 16 vises avskrivning på leie-eiendelen, og man beregner rente på leie-gjelden. Før utgiftsførte

man leie relatert til operasjonelle leieavtaler som en driftskostnad som inngikk i EBITDA, men etter innføringen blir altså kostnaden delt i rentekostnad og avskrivninger (Kinserdal, 2022). Det vil dermed være en forskjell i rapporterte tall før og etter 2019. Den nye regnskapsføringsstandarden gjør at EBITDA blir høyere ettersom leasingkostnaden flyttes til rentekostnader og avskrivninger. EBIT vil også være høyere ettersom deler av kostnaden føres som rentekostnad (Kinserdal, 2022).

	2019	2020	2021	2022e
Bruksrettsmidler	99	208	215	197
Eiendeler	7 694	8 265	9 175	9 835
% av eiendeler	1,3 %	2,5 %	2,3 %	2,0 %

Tabell 5.24 - Bruksrettsmidler i % av eiendeler, Betsson

Bransjeselskapene er teknologiselskaper, og det kreves lite fysiske eiendeler for å drifte selskapene. For Betsson og bransjen utgjør dermed leieavtalene en svært liten del av balansen og resultatet. Eksempelvis utgjorde bruksrettsmidler kun 1,3 % av Betsson sine eiendeler i 2019. Prinsipielt burde man i utgangspunktet justert for forskjellene for å gjøre tallene før 2019 sammenlignbare med tallene etter. Vår vurdering er imidlertid at en eventuell justering vil skape ubetydelige forskjeller i analysene. Vi vil også spesifisere at tallene i analysen blir vektet slik at tallene fra 2019 til 2022 vil utgjøre den største delen av gjennomsnittsberegningene. I tillegg vil en omregning føre til at det må tas ulike forutsetninger som kan skape støy i regnskapet. Samlet sett anser vi derfor ikke en slik justering som hensiktsmessig.

Immaterielle eiendeler

Immaterielle eiendeler utgjør en stor del av bransjeselskapenes balanse, og vi ønsker derfor å vurdere dette nærmere. Immaterielle eiendeler er regulert av IAS 38, og er definert som identifiserbare, ikke-monetære eiendeler uten fysisk substans kontrollert av et selskap (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 506). Eksempler på immaterielle eiendeler er kundelister, patenter, programvarer, markedsandel og kundelojalitet. I henhold til IAS 38 skal immaterielle eiendeler kun balanseføres dersom det er sannsynlig at de vil skape fremtidige økonomiske fordeler (Knivsflå, F6, 2022, s. 34). Etter IFRS er det dermed mange immaterielle eiendeler som holdes utenfor balansen. Grunnen til dette er at de ikke er relevante for kreditor, da det som regel vil ha null verdi ved konkurs og finansielle kriser. I tillegg er immaterielle eiendeler ofte usikre og de kan lett manipuleres gjennom at kostnader kan plasseres i balansen når de i utgangspunktet skulle vært kostnadsført (Knivsflå, F6, 2022, s. 39).

En eiendel kan enten kjøpes eller produseres. Dersom man kjøper eiendelen innebærer det at den er «sannsynlig», og den kan derfor balanseføres. Kjøpet er dermed et «bevis» på at de økonomiske fordelene er sannsynlig (Knivsflå, F6, 2022, s. 34). Om selskapet lager eiendelen selv må de vurdere om eiendelen er på listen under IAS38 som usannsynlig, hvis den ikke er på listen kan eiendelen balanseføres. Dersom den er på listen, skal den kostnadsføres. Det innebærer blant annet at goodwill kan balanseføres dersom det oppstår gjennom oppkjøp, men ikke dersom det er interngenerert (Knivsflå, F6, 2022, s. 34).

Vi ønsker å trekke frem at ledelsen har mye fleksibilitet relatert til regnskapsføring av immaterielle eiendeler. Først og fremst må ledelsen vurdere om eiendelen skal kapitaliseres. Dersom eiendelen kapitaliseres, må ledelsen bestemme levetiden til eiendelen for å sette riktig avskrivningstid. I tillegg til dette må eiendelen gjennom en nedskrivningstest. Alle disse vurderingene inneholder skjønnsmessige vurderinger, og regnskapsføring kan derfor variere i stor grad fra selskap til selskap (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 506). IAS 38 har en rekke kriterier som må ligge til grunn for at en eiendel skal balanseføres. Eksempelvis at det må være klare bevis på verdien og at den tekniske gjennomførbarheten kan demonstreres. Disse vurderingene er også subjektive, som fører til at det vil være variasjon fra selskap til selskap. Samlet sett gjør disse forholdene at det blir mer utfordrende å sammenligne selskaper uten å gjennomføre større justeringer (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 507).

I investorsammenheng vil immaterielle eiendeler ha en verdi, og det at man utelater immaterielle eiendeler vil føre til at man undervurderer investert kapital. Dette kan igjen bety at avkastningen på investert kapital blir overvurdert (Plenborg & Kinserdal, 2021). Det er derfor ønskelig å kapitalisere relevante immaterielle eiendeler hos Betsson og bransjen. Som trukket frem i den strategiske analysen er egenutviklet programvare en viktig faktor for selskapene, og det investeres mye i plattformer og spillutvikling. Flere av selskapene har kapitalisert dette, men det er svært varierende hvor godt dette spesifiseres, og det er derfor vanskelig å vurdere hvorvidt de immaterielle eiendelene gir et godt bilde på de faktiske verdiene. Da immaterielle eiendeler utgjør en stor del av balansene og verdiene til selskapene er dette en faktor som burde vært justert for, men grunnet lite informasjon har vi ikke anledning til å justere dette på en representativ måte. Dette vil derfor være en målefeil som påvirker videre analyse.

Oppsummering

Betsson og bransjen sin rapportering av balanse og resultat er mindre forklart enn ønskelig, og det er mange poster som ikke defineres grundig. Vi ønsker derfor å presisere at det er en risiko for at det finnes poster i resultatet som burde vært normalisert, men som ikke har blitt normalisert på grunn av manglende informasjon. Det er også en risiko for at deler av de balanseførte postene har blitt kategorisert på feil måte under omgrupperingene på grunn av manglende spesifisering.

Vi har ikke valgt å justere for målefeil da justeringen av leasing er av liten betydning, og rapporteringen er for mangelfull til å justere de immaterielle eiendelene. I tillegg må man regne med at innsidere kjenner selskapet best, og at de i samråd med revisorer rapporterer tallene på en korrekt måte. I vurderingen har vi også vektlagt risikoen for at justeringer kan føre til mer støy i tallene.

5.4.2 Presentasjon av omgrupperte og justerte regnskapstall for Betsson

I dette delkapittelet presenteres omgrupperte og justerte tall for Betsson. Tallene er som følger:

Normalisert resultatregnskap (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Normalisert driftsresultat før skatt	959,31	919,03	1 199,97	875,16	1 154,98	1 198,02	1 326,19
Driftsrelatert skattekostnad	-70,98	-68,00	-88,79	-64,76	-85,46	-88,65	-98,13
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	888,33	851,03	1 111,18	810,41	1 069,52	1 109,37	1 228,06
Netto driftsresultat fra tilknyttede virksomheter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Netto driftsresultat	888,33	851,03	1 111,18	810,41	1 069,52	1 109,37	1 228,06
Netto normalisert finansinntekt	1,82	2,08	2,42	1,83	2,77	3,32	3,45
Netto resultat til sysselsatt kapital	890,15	853,11	1 113,60	812,24	1 072,29	1 112,70	1 231,51
Netto finanskostnad	-9,76	-32,53	-34,50	-45,81	-46,92	-48,16	-49,13
Netto resultat til egenkapitalen	880,39	820,58	1 079,10	766,43	1 025,38	1 064,54	1 182,38
Unormalt netto driftsresultat	77,84	-35,35	227,47	66,82	-461,82	215,53	-400,65
Unormalt netto finansresultat	0,00	0,00	0,00	1,68	0,00	0,03	0,00
Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	958,24	785,23	1 306,57	834,94	563,56	1 280,10	781,73

Tabell 5.25 - Normalisert resultatregnskap, Betsson

Totalbalanse Betsson (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Finansielle anleggsmidler	12,60	9,18	1,36	13,65	18,28	245,37	98,41
Finansielle omløpsmidler	399,84	431,51	439,87	575,24	776,85	879,70	911,33
Finansielle eiendeler	412,44	440,68	441,23	588,89	795,12	1 125,06	1 009,75
Operasjonelle anleggsmidler	4 748,25	5 087,43	5 318,14	5 443,49	5 635,29	6 152,72	6 598,75
Operasjonelle omløpsmidler	1 101,85	1 289,82	1 711,81	1 661,56	1 834,19	1 897,67	2 226,02
Operasjonelle eiendeler	5 850,10	6 377,25	7 029,94	7 105,04	7 469,48	8 050,38	8 824,77
Eiendeler	6 262,54	6 817,93	7 471,17	7 693,94	8 264,60	9 175,44	9 834,52
Egenkapital	3 502,94	3 666,92	4 589,26	4 899,05	5 062,89	5 816,28	6 363,20
Langsiktig finansiell gjeld	1 325,62	993,94	93,51	1 020,47	1 123,06	142,01	1 053,51
Kortsiktig finansiell gjeld	-	663,93	997,10	83,36	128,71	1 055,18	350,61
Finansiell gjeld	1 325,62	1 657,87	1 090,61	1 103,84	1 251,77	1 197,19	1 404,12
Langsiktig operasjonell gjeld	21,04	42,15	74,58	29,05	17,13	17,93	27,39
Kortsiktig operasjonell gjeld	1 412,95	1 450,99	1 716,73	1 662,00	1 932,81	2 144,06	2 039,81
Operasjonell gjeld	1 433,99	1 493,14	1 791,31	1 691,05	1 949,94	2 161,98	2 067,20
Egenkapital og gjeld	6 262,54	6 817,93	7 471,18	7 693,94	8 264,60	9 175,44	9 834,52

Tabell 5.26 - Omgruppert totalbalanse, Betsson

Sysselsatt kapital Betsson (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Netto operasjonelle anleggsmidler	4 727,21	5 045,27	5 243,55	5 414,44	5 618,16	6 134,79	6 571,36
Operasjonell arbeidskapital	-311,09	-161,17	-4,92	-0,45	-98,63	-246,39	186,21
Netto driftseiendeler	4 416,11	4 884,10	5 238,64	5 414,00	5 519,53	5 888,40	6 757,57
Finansielle eiendeler	412,44	440,68	441,23	588,89	795,12	1 125,06	1 009,75
Sysselsatt kapital	4 828,55	5 324,79	5 679,87	6 002,89	6 314,66	7 013,46	7 767,32
Egenkapital	3 502,94	3 666,92	4 589,26	4 899,05	5 062,89	5 816,28	6 363,20
Finansiell gjeld	1 325,62	1 657,87	1 090,61	1 103,84	1 251,77	1 197,19	1 404,12
Sysselsatt kapital	4 828,56	5 324,79	5 679,87	6 002,89	6 314,66	7 013,46	7 767,32

Tabell 5.27 - Omgruppert sysselsatt kapital til Betsson

Netto driftskapital (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Netto operasjonelle anleggsmidler	4727,21	5045,27	5243,55	5414,44	5618,16	6134,79	6571,36
Operasjonell arbeidskapital	-311,09	-161,17	-4,92	-0,45	-98,63	-246,39	186,21
Netto operasjonelle eiendeler	4416,11	4884,10	5238,64	5414,00	5519,53	5888,40	6757,57
Egenkapital	3502,94	3666,92	4589,26	4899,05	5062,89	5816,28	6363,20
Netto finansiell gjeld	913,18	1217,19	649,38	514,94	456,64	72,12	394,37
Netto driftskapital	4416,11	4884,10	5238,64	5414,00	5519,53	5888,40	6757,57

Tabell 5.28 - Omgruppert netto driftskapital

Endring egenkapital (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Egenkapital 1.1.	3153,7	3502,9	3666,9	4589,3	4899,1	5062,9	5816,50
Totalresultat	970,3	819,3	1312,3	845,0	606,6	1309,5	1253,17
Utbytte	-624,3	-658,9	-393,1	-538,4	-393,6	-502,9	-539,00
Opsjoner til ansatte	3,1	3,5	2,9	1,8	1,4	1,4	1,05
Innløsning av opsjoner til ansatte	-0,7	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	-0,3	0,00
Premium mottatt for opsjoner	0,7	0,3	0,5	0,4	1,2	2,0	0,00
Tilbakekjøp av egne aksjer	0,0	0,0	0,0	0,0	-60,1	0,0	0,00
Andre minoritetsinteresser	0,0	0,0	0,0	0,0	8,2	-56,3	-32,66
Andre endringer - trailing							-135,87
Egenkapital 31.12.	3502,9	3666,9	4589,3	4898,0	5062,9	5816,3	6363,20

Tabell 5.29 - Endring i egenkapital

Omgruppert kontantstrøm (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Normalisert driftsresultat	959,3	919,0	1200,0	875,2	1155,0	1198,0	1326,2
Unormalt netto driftsresultat	77,8	-35,3	227,5	66,8	-461,8	215,5	-400,6
Endring i netto driftseiendeler	1018,2	468,0	354,5	175,4	105,5	368,9	869,2
Fri kontantstrøm fra drift	19,0	415,7	1072,9	766,6	587,6	1044,7	56,4
Netto finansinntekt	1,8	2,1	2,4	1,8	2,8	3,3	3,5
Unormalt netto finansresultat	0,0	0,0	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0
Endring i finansielle eiendeler	-76,9	28,2	0,5	147,7	206,2	329,9	-115,3
Fri konantstrøm til sysselsatt kapital	97,7	389,5	1074,8	622,5	384,2	718,1	175,1
Netto finanskostnad	-9,8	-32,5	-34,5	-45,8	-46,9	-48,2	-49,1
Endring i finansiell gjeld	592,1	332,3	-567,3	13,2	147,9	-54,6	206,9
Fri kontantstrøm til egenkapital	699,5	754,3	542,0	681,5	579,0	711,7	431,2

Tabell 5.30 - Omgruppert kontantstrøm

5.5 Presentasjon av omgrupperte og justerte tall for bransjen

For å skape et sammenligningsgrunnlag for Betsson har vi omgruppert og justert regnskapene til de komparative selskapene. Utarbeidelsen følger samme oppsett som for Betsson. De komparative selskapene rapporterer i EUR, USD og GBP. Vi har dermed konvertert tallene til SEK for å gjøre de sammenlignbare med Betsson. Resultatet er omregnet basert på en gjennomsnittlig valutakurs for det aktuelle året. Balansen er omregnet med sluttkursen for det aktuelle året. Valutakursene som er benyttet er hentet fra Refinitiv Eikon. Ettersom resultatet er basert på gjennomsnittskurs og balansen er basert på sluttkurs for året vil det oppstå en differanse. Differansen relatert til driftskapital er inkludert i unormalt netto driftsresultat. Omregningen relatert til finansiell gjeld er lagt til i unormalt netto finansresultat.

Normalisert resultat (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Salgsinntekter	39 106	45 485	76 397	90 500	121 564	146 293	179 328
Driftskostnader	-34 961	-38 402	-66 821	-83 875	-109 482	-131 491	-161 734
<i>Driftsresultat</i>	<i>4 145</i>	<i>6 677</i>	<i>9 042</i>	<i>6 195</i>	<i>11 238</i>	<i>13 809</i>	<i>16 047</i>
Normalisert driftsresultat	4 176	6 627	8 875	7 536	8 582	13 191	15 646
Driftsrelatert skattekostnad	-331	-528	-705	-599	-676	-1 036	-1 230
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	3 846	6 098	8 169	6 938	7 907	12 155	14 416
Netto resultat fra tilknyttede virksomheter	-3	-2	-169	-231	-601	180	0
Netto driftsresultat	3 843	6 096	8 000	6 707	7 305	12 335	14 416
Netto finansinntekt	52	33	41	52	51	51	34
Netto resultat til sysselsatt kapital	3 895	6 129	8 041	6 759	7 357	12 386	14 450
Netto finanskostnad	-689	-287	-838	-1 329	-2 198	-2 351	-2 362
Nettoresultat til egenkapitalen	3 206	5 842	7 203	5 430	5 158	10 034	12 088
Unormalt netto driftsresultat (ink. omregning)	24 249	407	35 466	3 566	61 658	1 333	-5 204
Unormalt netto finansresultat (ink. omregning)	-933	-18	-8 184	-324	6 851	70	224
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	26 523	6 231	34 485	8 672	73 667	11 438	7 109
Netto betalt utbytte	4 021	5 326	6 636	7 047	637	665	341
Endring i egenkapital	21 254	-413	27 062	548	72 243	9 767	5 690

Tabell 5.31 - Normalisert resultat, bransjen

Totalbalanse (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Finansielle anleggsmidler	165	350	2 041	965	1 029	1 693	1 685
Finansielle omløpsmidler	9 181	10 055	9 589	9 406	20 428	24 096	23 877
Finansielle eiendeler	9 346	10 404	11 630	10 372	21 457	25 789	25 562
Operasjonelle anleggsmidler	77 255	76 732	140 100	152 124	253 013	272 719	289 342
Operasjonelle omløpsmidler	5 307	5 080	11 349	12 931	21 450	24 274	23 807
Operasjonelle eiendeler	82 562	81 812	151 449	165 054	274 463	296 993	313 149
Eiendeler	91 908	92 216	163 079	175 426	295 920	322 782	338 711
Egenkapital	69 606	69 192	96 254	96 803	169 046	178 813	184 503
Langsiktig finansiell gjeld	7 185	7 388	26 397	32 475	68 582	79 734	85 837
Kortsiktig finansiell gjeld	851	1 496	2 225	10 183	6 349	5 925	5 563
Finansiell gjeld	8 035	8 885	28 622	42 658	74 931	85 659	91 399
Langsiktig operasjonell gjeld	1 730	1 729	6 831	5 283	12 120	12 134	14 173
Kortsiktig operasjonell gjeld	12 537	12 410	31 371	30 683	39 823	46 177	48 636
Operasjonell gjeld	14 267	14 139	38 203	35 965	51 943	58 310	62 809
Egenkapital og gjeld	91 908	92 216	163 079	175 426	295 920	322 782	338 711

Tabell 5.32 - Totalbalanse, bransjen

Driftseiendeler (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Operasjonelle anleggsmidler	77 255	76 732	140 100	152 124	253 013	272 719	289 342
Langsiktig operasjonell gjeld	1 730	1 729	6 831	5 283	12 120	12 134	14 173
Netto operasjonelle anleggsmidler	75 525	75 003	133 268	146 841	240 893	260 586	275 168
Operasjonelle omløpsmidler	5 307	5 080	11 349	12 931	21 450	24 274	23 807
Kortsiktig operasjonell gjeld	12 537	12 410	31 371	30 683	39 823	46 177	48 636
Operasjonell arbeidskapital	-7 230	-7 330	-20 023	-17 752	-18 374	-21 903	-24 829

Tabell 5.33 - Operasjonell arbeidskapital, bransjen

Sysselsatt kapital (MSEK)	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2022e
Netto operasjonelle anleggsmidler	75 525	75 003	133 268	146 841	240 893	260 586	275 168
Operasjonell arbeidskapital	-7 230	-7 330	-20 023	-17 752	-18 374	-21 903	-24 829
Netto driftseiendeler	68 295	67 673	113 246	129 089	222 519	238 683	250 340
Finansielle eiendeler	9 346	10 404	11 630	10 372	21 457	25 789	25 562
Sysselsatt kapital	77 641	78 077	124 876	139 461	243 976	264 472	275 902
Egenkapital	69 606	69 192	96 254	96 803	169 046	178 813	184 503
Finansiell gjeld	8 035	8 885	28 622	42 658	74 931	85 659	91 399
Sysselsatt kapital	77 641	78 077	124 876	139 461	243 976	264 472	275 902

Tabell 5.34 - Sysselsatt kapital, bransjen

Netto finansiell gjeld (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Finansiell gjeld	8 035	8 885	28 622	42 658	74 931	85 659	91 399
Finansielle eiendeler	9 346	10 404	11 630	10 372	21 457	25 789	25 562
Netto finansiell gjeld	-1 311	-1 520	16 991	32 286	53 474	59 870	65 837

Tabell 5.35 - Netto finansiell gjeld, bransjen

Netto driftskapital (MSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Netto operasjonelle anleggsmidler	75 525	75 003	133 268	146 841	240 893	260 586	275 168
Operasjonell arbeidskapital	-7 230	-7 330	-20 023	-17 752	-18 374	-21 903	-24 829
Netto operasjonelle eiendeler	68 295	67 673	113 246	129 089	222 519	238 683	250 340
Egenkapital	69 606	69 192	96 254	96 803	169 046	178 813	184 503
Netto finansiell gjeld	-1 311	-1 520	16 991	32 286	53 474	59 870	65 837
Netto driftskapital	68 295	67 673	113 246	129 089	222 519	238 683	250 340

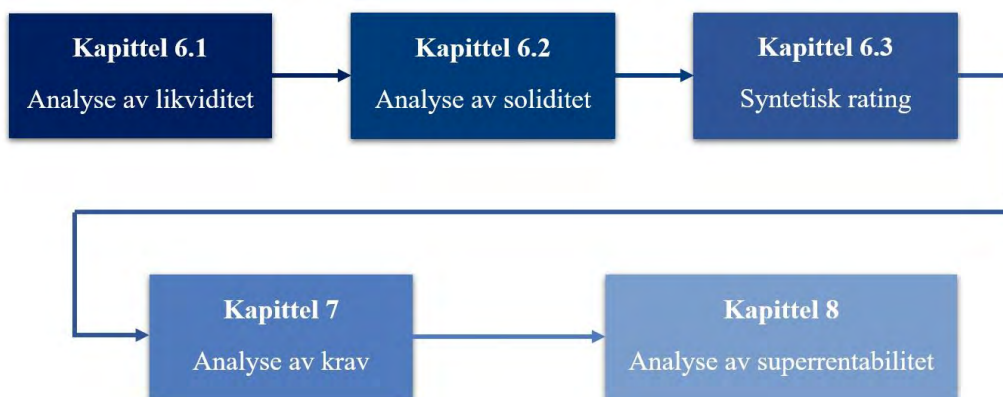
Tabell 5.36 - Netto driftskapital, bransjen

Omgruppert kontantstrøm (MSEK)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Netto driftsresultat	6 627	8 875	7 536	8 582	13 191	15 646
Unormalt netto driftsresultat	407	35 466	3 566	61 658	1 333	-5 204
Endring i netto driftseiendeler	-622	45 573	15 843	93 430	16 164	11 657
Fri kontantstrøm fra drift	7 655	-1 232	-4 741	-23 190	-1 640	-1 215
Netto finansinntekt	33	41	52	51	51	34
Unormalt netto finansresultat	-18	-8 184	-324	6 851	70	224
Endring i finansielle eiendeler	1 058	1 226	-1 258	11 085	4 332	-227
Fri konantstrøm til sysselsatt kapital	6 613	-10 602	-3 755	-27 373	-5 851	-729
Netto finanskostnad	-33	-35	-46	-47	-48	-49
Endring i finansiell gjeld	849	19 737	14 037	32 273	10 729	5 740
Fri kontantstrøm til egenkapital	7 495	9 169	10 327	4 946	4 926	5 060

Tabell 5.37 - Omgruppert kontantstrøm, bransjen

5.6 Rammeverk for forholdstallsanalyse

I kommende kapitler vil de justerte og omgrupperte regnskapstallene fra kapittel 5 benyttes til å analysere risiko, avkastningskrav og superrentabilitet for Betsson og bransjen. I kapittel 6 vil det foretas en analyse av likviditet og soliditet, som oppsummeres i en syntetisk rating. Videre vil avkastningskravet til Betsson bli beregnet i kapittel 7 før superrentabilitet blir analysert for Betsson og bransjen i kapittel 8. Oppsettet er i henhold til rammeverket til Knivsflå, som er presentert i figur 5.5 (Knivsflå, F9, 2022, s. 24).



Figur 5.5 - Rammeverk for forholdstallsanalyse

6. Analyse av risiko

I dette kapittelet vil vi foreta en analyse av Betsson og bransjen ved å benytte finansielle nøkkeltall som grunnlag for å vurdere kredittrisiko. Risikoanalysen foretas i det formål å kunne se på Betsson sin evne til å oppfylle sine kortsiktig- og langsiktige finansielle forpliktelser (Penman, 2013, s. 684). For å kunne analysere kredittrisikoen vil det bli gjennomført en likviditetsanalyse og en soliditetsanalyse. Resultatene i risikoanalysen oppsummeres i en syntetisk rating, der Betsson og bransjen gis en karakter knyttet til den underliggende kredittrisikoen. Den syntetiske ratingen vil bli benyttet når vi estimerer avkastningskrav for Betsson i kapittel 7.

6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse

En kortsiktig likviditetsanalyse har som formål å avdekke i hvor stor grad et selskap har evne til å betale sine forpliktelser på kortsiktig, som normalt sett er innenfor ett regnskapsår (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 209). Har et selskap stor likviditetsrisiko som et resultat av svak likviditet, vil det øke risiko for mislighold. Likviditetsanalysen vil analysere likviditetsrisiko gjennom gjeldsdekning i balansen og gjeldsdekning i kontantstrøm og resultat (Knivsflå, F9, 2022, ss. 41-43).

6.1.1 Gjeldsdekning i balansen

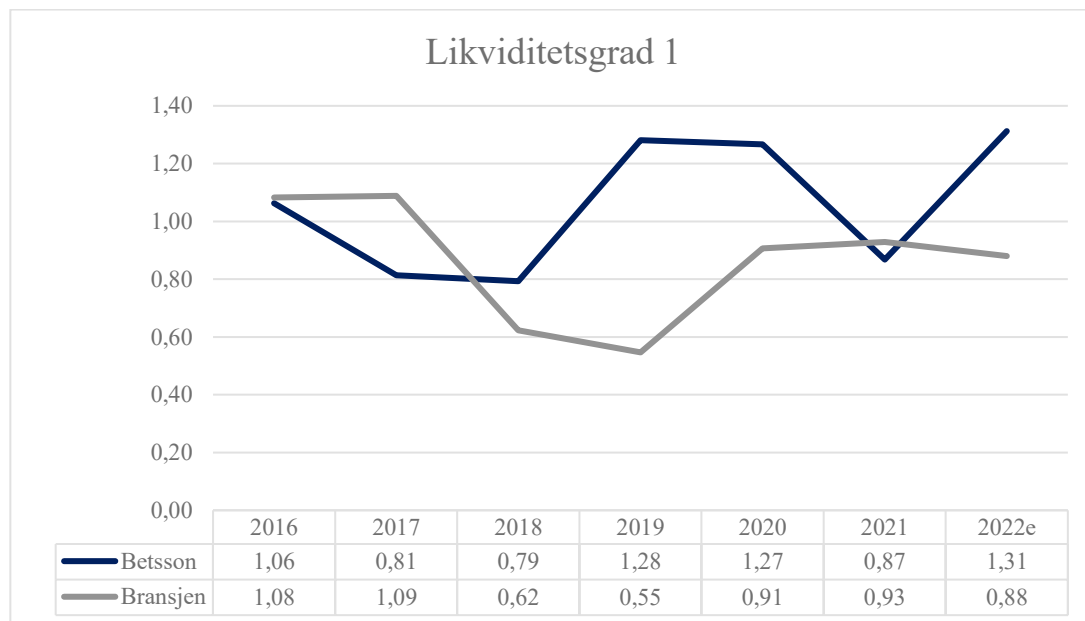
Likviditetsgrad

For å analysere et selskaps likviditetsrisiko på kort sikt, vil nøkkeltallet likviditetsgrad 1 bli benyttet. Nøkkeltallet analyserer omløpsmidler opp mot kortsiktig gjeld, hvorav omløpsmidler skal være selskapets mest likvide eiendeler som skal dekke gjeld som forfaller innenfor en kortsiktig tidshorisont (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 231). Likviditetsgrad 1 beregnes i henhold til følgende formel (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 231):

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

Det er omdiskutert hvilket nivå som kan anses en tilfredsstillende likviditetsgrad. En tommelfingerregel er at likviditetsgrad 1 bør være minst 2 (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 231). Hvilken type bransje et selskap opererer i vil kunne påvirke hvilket nivå som anses som optimalt, noe som tilsier at bransjegjennomsnitt vil kunne være en god målestokk. Har et selskap større likviditetsgrad enn bransjen, tilsier dette at selskapet har en likviditetsgrad som

kan vurderes som «god» (Knivsflå, F9, 2022, s. 52). Figuren under fremviser utviklingen av likviditetsgrad 1 for Betsson og bransjen:

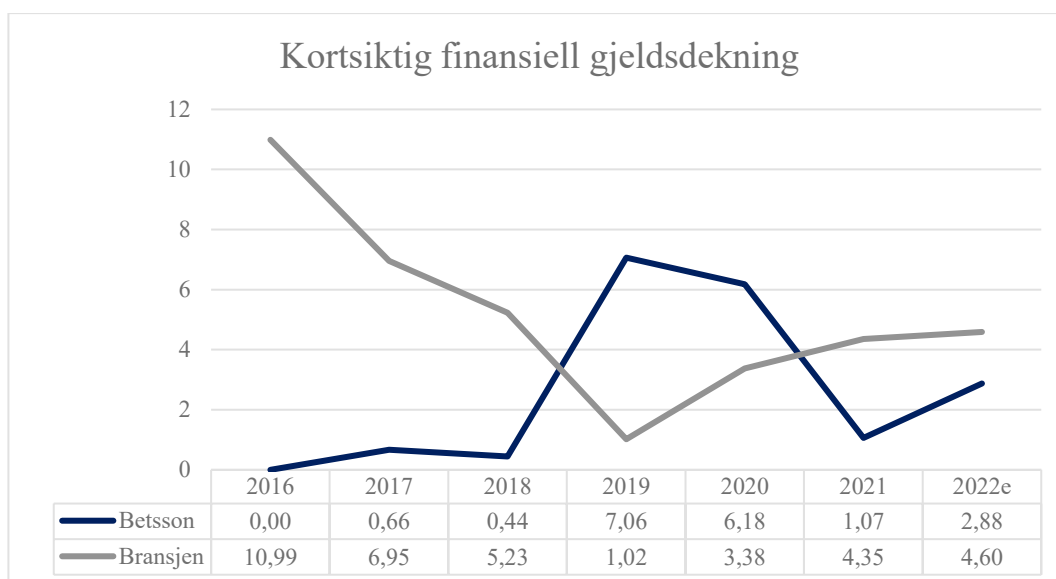


Figur 6.1 - Likviditetsgrad 1

Betsson sin likviditetsgrad er høyere enn bransjesnittet i store deler av perioden. Isolert sett må man følgelig kunne si at likviditetsgraden er god. Det er uansett viktig å merke seg at operasjonell gjeld, slik som leverandørgjeld, er selvfinansierende så lenge driften fortsetter, samt at ikke alle omløpsmidlene er likvide. I tillegg er det tvilsomt hvorvidt bokført verdi er et godt mål på salgsværdien og likvidasjonsverdien til eiendelene (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 231). På grunn av svakhetene relatert til likviditetsgrad 1 velger vi således å se på finansielle eiendeler i forhold til kortsiktig finansiell gjeld for å få en bedre innsikt i Betsson sin kortsiktige likviditetssituasjon.

Dette beregnes på følgende måte (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 233):

$$\text{Kortsiktig finansiell gjeldsdekning} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Kortsiktig finansiell gjeld}}$$



Figur 6.2 - Kortsiktig finansiell gjeldsdekning

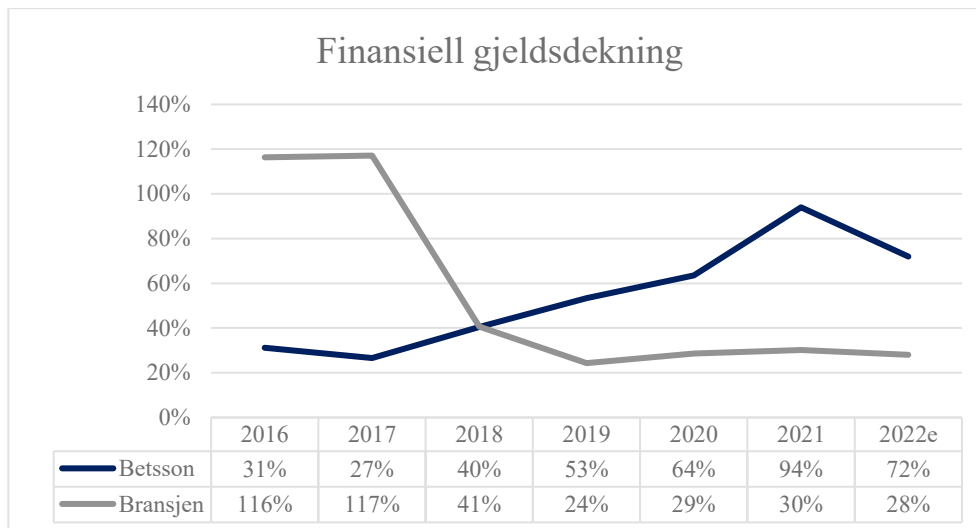
I 2016 hadde ikke Betsson kortsiktig finansiell gjeld, og vi har av den grunn satt denne til 0 slik at ekstremverdien ikke påvirker gjennomsnittet. Gjennomsnittlig har Betsson et lavere forholdstall enn bransjen generelt. Uansett har Betsson finansielle eiendeler nok til å dekke kortsiktig finansiell gjeld i samtlige år fra 2019 til 2022. Grunnen til at gjeldsdekningen faller i 2021 er fordi et langsiktig obligasjonslån ble omgruppert til kortsiktig gjeld da det forfalt innen ett år (Betsson, 2022). Til tross for omgrupperingen er dog finansielle eiendeler høyere enn kortsiktig finansiell gjeld i 2021. Selv om Betsson har lavere kortsiktig finansiell gjeldsdekning enn bransjen mener vi at den kortsiktige gjeldsdekningen er god, da finansielle eiendeler har vært større enn kortsiktig finansiell gjeld de siste fire årene.

Finansiell gjeldsdekning

På lengre sikt vil samlet finansiell gjeldsdekning i balansen være et informativt nøkkeltall. Forholdstallet viser forholdet mellom finansielle eiendeler og finansiell gjeld (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 233). Lite finansielle eiendeler i forhold til finansiell gjeld øker risikoen for likviditetsproblemer (Knivsflå, F9, 2022, s. 57). Finansiell gjeldsdekningsgrad uttrykkes på følgende måte:

$$\text{Finansiell gjeldsdekning} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}}$$

Figuren under viser den finansielle gjeldsdekningen for Betsson og bransjen:



Figur 6.3 - Finansiell gjeldsdekning

2017 var et turbulent over for Betsson, og som man ser av tallene over har Betsson en dårligere likviditetssituasjon i 2016 og 2017 i forhold til resten av bransjen. Fra 2018 til 2022 har Betsson hatt en positiv utvikling, og fra 2019 til 2022 ligger Betsson godt over bransjesnittet i samtlige år. Det er dog viktig å merke seg at ikke alle finansielle eiendeler er likvide, men i 2022e utgjorde

90 % av kontantene og likvide eiendeler 90,2 % av de finansielle eiendelene til Betsson. Dette betyr at en stor del av Betsson sine finansielle eiendeler er likvide. Dessuten ser man fra Betsson sin balanse at kontanter og likvide eiendeler har økt alle årene i analyseperioden til tross for sterkt fokus på vekst og investeringer. Samlet sett mener vi at Betsson har en god likviditet i forhold til den finansielle gjelden, og at det er lav sannsynlighet for mislighold. På grunn av det høye forholdstallet vurderer vi således Betsson til å være i stand til å håndtere uforutsette hendelser som fører til tapt kontantstrøm på kort sikt.

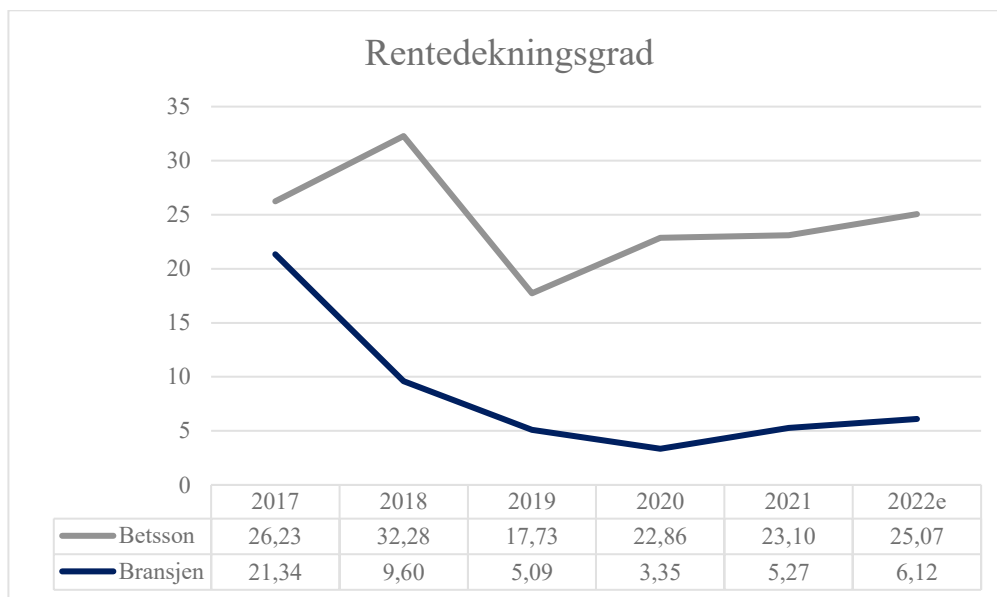
6.1.2 Gjeldsdekning gjennom nettoresultat og kontantstrøm

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad blir benyttet for å kunne se selskapets evne til å dekke sine rentekostnader (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 224). Nøkkeltallet ser følgelig på forholdet mellom netto finanskostnad og netto resultat fra sysselsatt kapital, hvor netto finanskostnad er finansinntekter fratrukket finanskostnader. En høy rentedekningsgrad vil kunne minimere den langsiktige likviditetsrisikoen (Penman, 2013, s. 686). Vi bruker normaliserte og justerte tall fra kapittel 5 i den hensikt å kunne utarbeide en mest mulig korrekt prediksjon.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat fra sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnad}}$$

Rentedekningsgrad for Betsson og bransjen i analyseperioden er som følger:

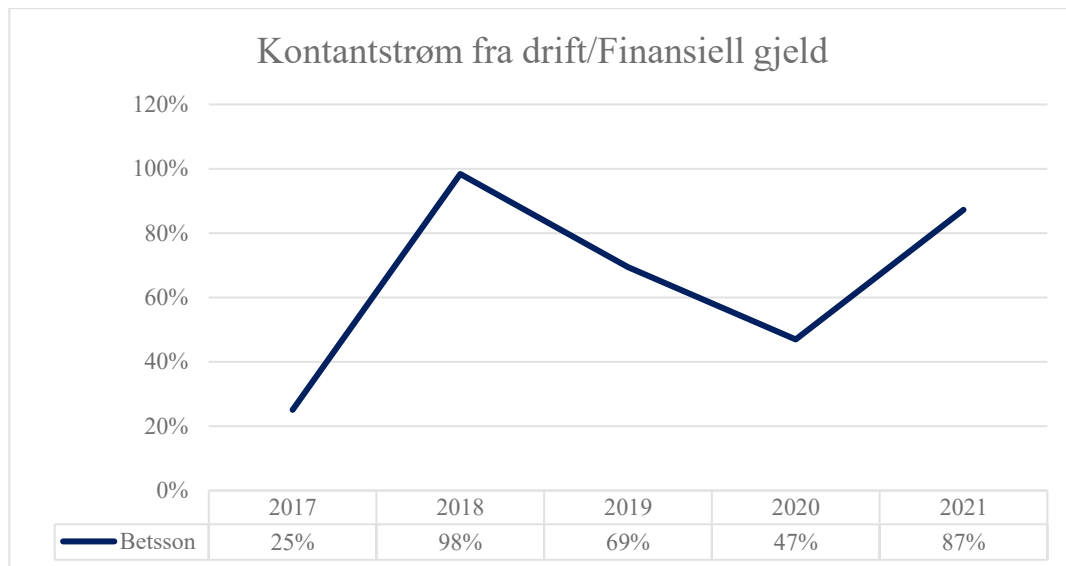


Figur 6.4 - Rentedekningsgrad

Vi har ekskludert 2016 fra figuren ettersom Betsson hadde en rentedekningsgrad på 91 dette året, noe som anses som en ekstremverdi. Videre ser man at rentedekningsgraden til Betsson er høy over hele analyseperioden, og det synes å være klart at det operasjonelle leverer resultater som er tilstrekkelig for å dekke finanskostnadene. Videre kan vi observere at Betsson sin rentedekningsgrad er sterkere enn bransjen over hele analyseperioden. Samlet sett anser vi Betsson sin rentedekningsgrad som svært god.

Kontantstrøm i forhold gjeld

Vi ønsker videre å se på kontantstrømmen i forhold til finansiell gjeld. Kontantstrømmen fra driften er ofte en bedre indikator på tilgjengelige betalingsmidler til å dekke finansiell gjeld og renter (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 233). Et høyt forholdstall tilsier at selskapet har lavere likviditets risiko ettersom selskapet genererer nok kontanter til å betale sine forpliktelser. Hva som er et godt forholdstall, vil variere fra bransje til bransje og selskap til selskap basert på de underliggende forholdene.



Figur 6.5 - Kontantstrøm fra drift delt på finansiell gjeld

Vi har valgt å ekskludere 2022 da dette forholdstallet påvirkes av mekaniske beregnede endringer slik som «dirty surplus» og omregningsdifferanser. Over den valgte perioden har Betsson et gjennomsnittlig forholdstall på 65 %, men man ser at det varierer fra år til år. Til tross for stor variasjon har Betsson et relativt høyt forholdstall alle årene. I 2020 ble Betsson sin kontantstrøm påvirket av store valutasingninger i flere valutaer, som indikerer at Betsson sin langsiktige mulighet til å betale avdrag og renter har valutarisiko. Samlet sett anser vi uansett Betsson sin mulighet til å betale forpliktelser som svært god. Vi vil legge til at Betsson hadde en kredittfasilitet i EUR tilsvarende ~500 MSEK per 31.12.2021, hvor hele summen var ubrukt. Dette er også en indikasjon på at selskapet har en sterk likviditet (Betsson, 2022).

6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse

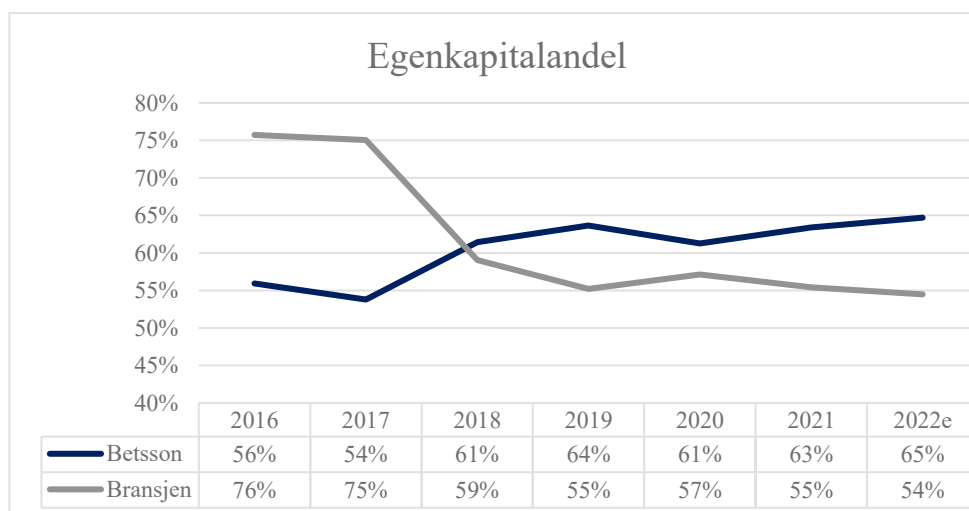
Etter å ha gjennomført en kortsiktig likviditetsanalyse vil vi nå foreta en langsiktig risikoanalyse ved å se på Betsson sin soliditet. Hensikten med soliditetsanalysen er å se på selskapets evne til å oppfylle sine langsiktige forpliktelser. Analysen vil kunne gi en indikasjon på en virksomhets evne til å tåle tap på lengre sikt (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 211). Stor soliditetsrisiko vil påvirke egenkapitalen til selskapet og kan følgelig redusere kapitalbufferen (Knivsflå, F9, 2022, s. 71). Soliditetsanalysen vil se på områdene egenkapital, lønnsomhet og kapitalstruktur.

6.2.1 Analyse av egenkapitalandel

Et selskap har en sunn finansieringsstruktur når det har en god balanse mellom egenkapital og langsiktig og kortsiktig finansiering, hvor dette er balansert i forhold til virksomhetens eiendeler og bransjerisiko (Plenborg & Kinserdal, 2021, ss. 214). En stor andel egenkapital og langsiktig finansiering gir bedre utgangspunkt for usikre tider. Samtidig gir en lav andel kortsiktig finansiering lite rom til fleksibilitet for å redusere gjeld. Eventuelle tap føres mot egenkapitalen, noe som gjør at egenkapitalen anses som en kapitalbuffer for uforutsette fremtidige tap (Plenborg & Kinserdal, 2021, ss. 214-215). Et godt mål på soliditet er egenkapitalandel, som ser på egenkapitalen i forhold til totalkapitalen. Egenkapitalandelen kan uttrykkes slik:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Bokført verdi egenkapital}}{\text{Bokført verdi egenkapital og gjeld}}$$

Hva som kan anses som et godt nivå på egenkapitalandelen er omdiskutert, og vil variere basert på selskap og bransje. Stor egenkapital i forhold til totalkapital vil skjerme långivere for eventuelle tap, noe som gjør at høy egenkapitalandel er øker soliditeten (Knivsflå, F9, 2022, s. 72). Selskap bør ha en egenkapital som er to til tre ganger større enn største forventet tap. En slik buffer innebærer at selskapet kan tåle to til tre dårlige år på rad (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 221). For Betsson og bransjen er egenkapitalandelen følgende:



Figur 6.6 - Egenkapitalandel

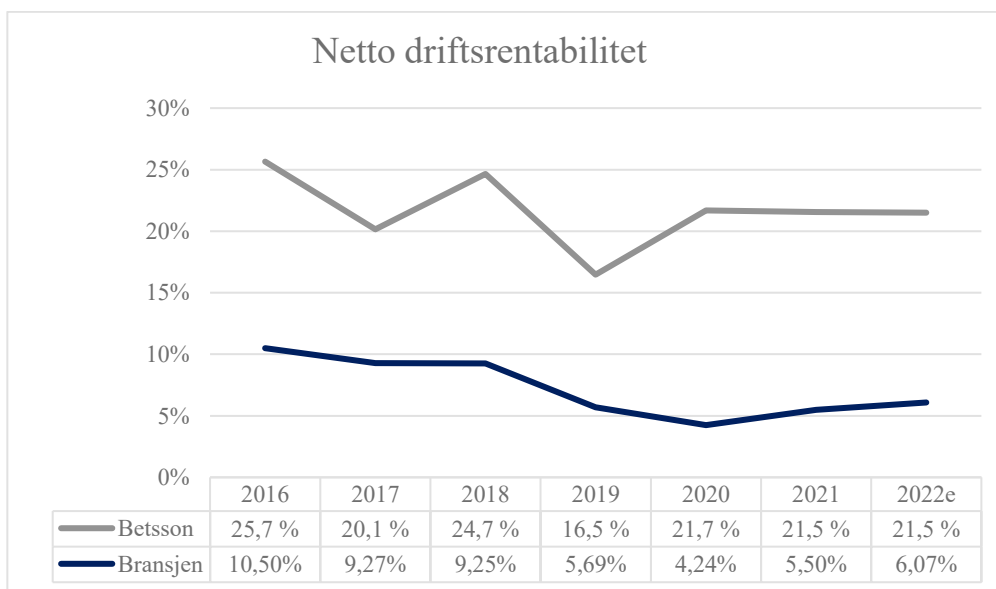
Som man ser av tabellen over har Betsson hatt en egenkapitalandel som er høyere enn bransjen fra 2018 til 2022e, hvilket er positivt for selskapet. Egenkapitalen for Betsson og bransjen synes å være solid, men man må ta hensyn til hva egenkapitalen faktisk består av. Bransjeselskapene er teknologiselskaper og har følgende lite materielle eiendeler. I 2022

bestod 63 % av Betsson sine eiendeler av immaterielle eiendeler slik som goodwill. Goodwill taper seg raskt i verdi dersom selskapet opplever problemer, og i så måte kan man argumentere for at egenkapitalen ikke er så solid som tallene tilsier. Likevel er det viktig å merke seg at dette ikke er en syklisk bransje, samt at Betsson har rapportert solide resultater over en lang periode. Når vi tar dette i betraktningen samtidig som vi hensyntar bransjens fremtidsutsikter, mener vi likevel at egenkapitalandelen er solid. Vi ønsker å trekke frem at balansene ikke er justert for IFRS 16, som vil si at vi får en lavere egenkapitalandel fra 2019, men dette er av liten betydning da leieavtaler utgjør en liten del av balansen.

6.2.2 Analyse av lønnsomhet

En fare knyttet til et selskaps soliditet er utviklingen i lønnsomhet. Dårligere lønnsomhet kan tære på egenkapitalen og følgelig gjøre at soliditeten forverres (Knivsflå, F9, 2022, s. 79). Om egenkapitalrentabiliteten er negativ, vil det ha negative konsekvenser på egenkapitalen over tid. En analyse av lønnsomhet vil dermed være sentralt i en soliditetsanalyse. Et nøkkeltall som er nyttig å bruke er netto driftsrentabilitet, som måler underliggende kjernelønnsomhet (Knivsflå, F12, 2022, s. 27). Nøkkeltallet er uttrykket som følger (Knivsflå, F12, 2022, s. 27):

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{NDR_t}{NDE_{t-1} + \frac{\Delta NDE_t - NDR_t}{2}}$$



Figur 6.7 - Netto driftsrentabilitet

Betsson sin netto driftsrentabilitet er betraktelig høyere enn bransjen over hele analyseperioden. Gjennomsnittlig er driftsrentabiliteten til Betsson på 21 %, mens bransjen har et snitt på 7 %. Vi vurderer lønnsomheten til Betsson som god både når vi ser på historisk

utvikling, og bransjen generelt. Historiske sett er det lav risiko for at Betsson opplever dårlig lønnsomhet, noe som er positivt for soliditeten. Det er dog verdt å merke seg at selskapet kan bli utsatt for uforutsette reguleringer som kan påvirke lønnsomheten, slik som de regulatoriske endringene i Nederland i 2021. Situasjonen i Nederland har derimot ikke påvirket netto driftsrentabilitet mye grunnet den geografiske diversifiseringen. Vi vil legge til at det har skjedd regulatoriske endringer i bransjen over hele analyseperioden, og man kan allikevel se at netto driftsrentabiliteten er høy i samtlige år.

6.2.3 Analyse av kapitalstruktur

Videre vil vi analysere Betsson og bransjen sin finansieringsstruktur ved å benytte en statistisk finansieringsanalyse. Målet med analysen er å få et innblikk i hvordan virksomhetens eiendeler er finansiert på et gitt tidspunkt, slik at vi kan identifisere risikoen og soliditeten til finansieringen (Knivsfå, F9, 2022, s. 83). I en statistisk finansieringsanalyse blir eiendelene rangert etter illikviditet og kapitalen blir rangert langsiktighet (Knivsfå, F9, 2022, s. 83). Finansiering ved hjelp av egenkapital er minst risikabelt og kortsiktig gjeldsfinansiering er mest risikabelt. Dette innebærer at hvis tallene når «bunnen» av matrisen raskt, vil finansieringen til virksomheten være mindre risikabel og mer solid (Knivsfå, F9, 2022, s. 83). Den statistiske finansieringsanalysen viser balansetall basert på kvartalsrapporter fra andre kvartal 2022 og historiske regnskapstall.

Betsson (MSEK)	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	6 363	27	208			6 599
FAM			98			98
DOM			748	1 478		2 226
FOM				562	351	911
TK	6 363	27	1 054	2 040	351	9 835

Figur 6.8 - Kapitalstrukturmatrisen, Betsson

Betsson (%)	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	96,4 %	0,4 %	3,2 %			67 %
FAM			100 %			1 %
DOM			33,6 %	66,4 %		23 %
FOM				61,7 %	38,5 %	9 %
TK	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Figur 6.9 - Kapitalstrukturmatrise i %, Betsson

Bransjen (MSEK)	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	184 503	14 173	85 837	4 829		289 342
FAM				1 685		1 685
DOM				23 807		23 807
FOM				18 315	5 563	23 877
TK	184 503	14 173	85 837	48 636	5 563	338 711

Figur 6.10 - Kapitalstruktur matrise, bransjen

Bransjen (%)	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	63,8 %	4,9 %	29,7 %	2 %		85 %
FAM				100 %		0 %
DOM				100 %		7 %
FOM				76,7 %	23,3 %	7 %
TK	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Figur 6.11 - Kapitalstrukturmatrise i %, bransjen

Vi har samlet minoritetsinteresser og egenandel som en samlet post for bransjen og Betsson, da dette utgjør en svært liten del av egenkapitalen. Betsson finansierte 96,4 % av de driftsrelaterte anleggsmidlene med egenkapital, mens bransjen kun finansierte 63,8 % med egenkapital. Totalt sett finansierte Betsson 100 % av de langsiktige eiendelene med langsiktig finansiering. For bransjen ser vi at tilsvarende beregning gir ~98 % langsiktig finansiering og 2 % kortsiktig finansiering, hvilket innebærer at bransjens driftsrelaterte- og finansielle omløpsmidler er 100 % finansiert med kortsiktig finansiering.

Videre ser vi i kapitalstrukturen at Betsson finansierer 23,8 % av de kortsiktige eiendelene med langsiktig finansiering, samtidig som bransjen ikke har finansiert noe av de kortsiktige eiendelene med langsiktig finansiering. Dette taler for at Betsson har en sunnere finansieringsstruktur enn bransjen da kortsiktig finansiering anses som mer risikabelt. Samlet sett har Betsson en mindre risikabel finansieringsstruktur enn bransjen, og vi anser strukturen som fornuftig.

6.3 Oppsummering syntetisk rating

Avslutningsvis vil vi oppsummere risikoanalysen foretatt i kapittel 6, som består av kortsiktig likviditetsrisiko og langsiktig soliditetsrisiko, i en syntetisk rating. Ved å benytte den syntetiske ratingen ønsker vi å klassifisere selskapet i en passende risikoklasse, hvor vi bruker likviditetsanalysen og soliditetsanalysen som grunnlag. Hensikten er å identifisere konkurssansynligheten til Betsson og bransjen (Damodaran, 2012, s. 212). Konkurssansynligheten baseres på et karaktersystem av Standard & Poors skala, som tillegger en kredittrisikopremie på bakgrunn av konkurrisiko. Karakterene varierer fra AAA til D, hvor AAA er høyest mulig rangering og tilsvarer minst mulig konkurrisiko, mens D tilsvarer at selskapet har stor risiko for konkurs (Knivsflå, F9, 2022, s. 91).

Kredittrating baseres på fire forholdstall som er beregnet i kapittel 6, altså *likviditetsgrad 1*, *rentedekningsgrad*, *egenkapitalandel* og *netto driftsrentabilitet*. Hvert forholdstall vil bli gitt en karakter. Gjennomsnittskarakteren uttrykker den syntetiske ratingen som gir en kredittrisiko. Den syntetiske ratingen suppleres med innsikt fra den strategiske risikoanalysen som ble gjennomført i kapittel 4, med mål om å utfylle analysen og sette en endelig rating av Betsson og bransjen. Videre i oppgaven vil den syntetiske ratingen bli benyttet til beregning av kredittrisikopremier i kapittel 7. Den syntetiske rating for Betsson og bransjen er fremvist i tabellene under:

Betsson	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Likviditetsgrad 1	1,06	0,81	0,79	1,28	1,27	0,87	1,31	1,06
<i>Rating</i>	<i>BB</i>	<i>B</i>	<i>B</i>	<i>BBB</i>	<i>BBB</i>	<i>BB</i>	<i>BBB</i>	<i>BB</i>
Rentedekningsgrad	91,22	26,23	32,28	17,73	22,86	23,10	25,07	24,54
<i>Rating</i>	<i>AAA</i>	<i>AAA</i>	<i>AAA</i>	<i>AAA</i>	<i>AAA</i>	<i>AAA</i>	<i>AAA</i>	<i>AAA</i>
Egenkapitalandel	55,9 %	53,8 %	61,4 %	63,7 %	61,3 %	63,4 %	64,7 %	60,6 %
<i>Rating</i>	<i>A</i>	<i>A</i>	<i>A</i>	<i>A</i>	<i>A</i>	<i>A</i>	<i>A</i>	<i>A</i>
Netto driftsrentabilitet	25,7 %	20,1 %	24,7 %	16,5 %	21,7 %	21,5 %	21,5 %	21,0 %
<i>Rating</i>	<i>AA</i>	<i>AA</i>	<i>AA</i>	<i>A</i>	<i>AA</i>	<i>AA</i>	<i>AA</i>	<i>AA</i>
Total rating	A	A	A	A	AA	A	AA	A

Tabell 6.1 - Syntetisk rating, Betsson

Bransjen	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022^e	Snitt
Likviditetsgrad 1	1,08	1,09	0,62	0,55	0,91	0,93	0,88	86,5 %
<i>Rating</i>	<i>BB</i>	<i>BB</i>	<i>B</i>	<i>B</i>	<i>BB</i>	<i>BB</i>	<i>BB</i>	<i>BB</i>
Rentedekningsgrad	5,66	21,34	9,60	5,09	3,35	5,27	6,12	8,06
<i>Rating</i>	<i>AA</i>	<i>AAA</i>	<i>AA</i>	<i>AA</i>	<i>A</i>	<i>AA</i>	<i>AA</i>	<i>AA</i>
Egenkapitalandel	75,7 %	75,0 %	59,0 %	55,2 %	57,1 %	55,4 %	54,5 %	61,7 %
<i>Rating</i>	<i>AA</i>	<i>AA</i>	<i>A</i>	<i>A</i>	<i>A</i>	<i>A</i>	<i>A</i>	<i>A</i>
Netto driftsrentabilitet	10,5 %	9,3 %	9,3 %	5,7 %	4,2 %	5,5 %	6,1 %	7,2 %
<i>Rating</i>	<i>BBB</i>	<i>BBB</i>	<i>BBB</i>	<i>BB</i>	<i>BB</i>	<i>BB</i>	<i>BB</i>	<i>BBB</i>
Total rating	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 6.2 - Syntetisk rating, bransjen

Som fremvist i tabellene over er total rating for Betsson **A**, mens bransjen er rangert til **BBB**. Fra rammeverket til Knivsflå (2022) tilsvarer ratingene A og BBB sannsynlighet for konkurs på 0,08 % og 0,26 % (Knivsflå, F9, 2022, s. 104). Ratingen tilsier at Betsson har lavere kredittrisiko enn bransjen. For Betsson har vi ekskludert rentedekningsgraden fra 2016 fra gjennomsnittet ettersom dette anses som en ekstremverdi i forhold til resterende år. Forholdstallet som trekker ned ratingen for både Betsson og bransjen er likviditetsgrad 1. I tillegg har bransjen lavere nettodriftsrentabilitet enn Betsson, som også trekker ned ratingen for bransjen sin del.

Som nevnt vil vi supplere ratingen med den strategiske analysen i kapittel 4. Grunnen til at vi foretar en kvalitativ vurdering er for å gjennomføre en rimelighetskontroll. Bransjens uddifferensierte natur gjør det vanskelig for aktører å skille seg ut fra sine konkurrenter, noe som påvirker Betsson og bransjen. Små forskjeller og mange aktører gjør at konkurransen om kundene blir stor. Dessuten er det ulisensierte aktører som opererer ulovlig i de regulerte markedene som tilbyr bedre bonusordninger, som også forsøker å kapre kunder. Samlet sett vil dette kunne påvirke selskapenes markedsandel og marginer. Fokus på innovasjon og internutvikling er derfor sentralt, som også reflekteres i Betsson sin satsing på internutvikling og Techsson.

Samtidig som det er stor konkurranse er det gode vekstutsikter for bransjen som følge av at flere land har legalisert nettbasert gambling. Selv om det er stor konkurranse mener vi at Betsson er godt posisjonert til å kapre markedsandeler i nye markeder, noe de allerede har bevist i Latin-Amerika. Vi har observert at Betsson og bransjen generelt blir svært påvirket av fluktasjoner i valutakurser. I 2022 preges verdensmarkedet av usikre økonomiske tider med høy inflasjon, svekket kjøpekraft og stor variasjon i valutakurser. Selv om IMF estimerer at flere av forholdene vil normalisere seg i 2023, spesifiserer de at estimatene er usikre, og det er av den grunn usikkert hvorvidt disse estimatene blir reelle. Til tross for dette har Betsson

levert sterke resultater, og et rekordresultat i Q3 2022 (Nasdaq, 2022). Rekordresultatet kan være en indikasjon på at kundenes gamblingvaner ikke er veldig påvirket av svekket kjøpekraft.

Vi ønsker å presisere at analyseperioden historisk sett har hatt svært lave renter. Som nevnt i delkapittel 2.3.2 er det forventet at rentene vil stige i perioden fremover, og dette kan påvirke rentedekningsgraden negativt, da Betsson og bransjen har flytende rente på flere av sine lån. Det er dog viktig å merke seg at rentedekningsgraden er svært god for både bransjen og Betsson, og vi ønsker ikke å justere denne til tross for økte renter.

Et annet viktig forhold som påvirker bransjens risiko, er de politiske forholdene. Bransjen er utsatt for reguleringer som kan påvirke marginene og mulighetene i flere markeder. Dette vises blant annet gjennom karensperioden i Nederland, hvor selskapene måtte trekke seg ut i påvente av lisens. Slike forhold vil påvirke kontantstrømmene til selskapene, som igjen øker kredittrisikoen.

I kapittel 4 trekker vi frem at Betsson har en ressursfordel ved at de har vært tidlig ute med internutvikling og egen plattform. Samtidig har de komparative selskapene et økt fokus på disse områdene, og vi forventer at denne fordelingen vil bli liten på lang sikt. Det er imidlertid viktig å merke seg at Betsson har et stort fokus på vekst i flere markeder, og selskapet har bevist at de klarer å opprettholde veksten over tid til tross for stor konkurranse og reguleringer. I tillegg har den finansielle posisjonen til Betsson vært sterk over flere år, og vi mener følgelig at ratingen er rimelig. Basert på de historiske forholdene og tallene, samt den strategiske analysen anser vi også bransjen sin rating som fornuftig.

7. Historisk avkastningskrav

Vi vil i dette kapitlet beregne avkastningskrav for Betsson ved å benytte de omgrupperte og justerte historiske regnskapstallene fra kapittel 5, og den syntetiske ratingen fra kapittel 6. Avkastningskravene benyttes som en målestokk for rentabilitetsanalysen som foretas i kapittel 8. Kravene vil også nyttes i beregning av fremtidige krav i kapittel 10, hvor de videre spiller en viktig rolle ved diskontering av fremtidige kontantstrømmer i kapittel 11.

7.1 Avkastningskrav til totalkapitalen

Investorer og kreditorer krever avkastning på investeringene sine som en kompensasjon for risiko som begge parter tar på seg ved å investere i et selskap, samt den alternative avkastningen som investorer og kreditorer kunne oppnådd gjennom andre investeringer med tilsvarende risiko (Penman, 2013, s. 106). Et selskap kan ha ulike finansieringskilder, som har forskjellig risiko og således ulik forventet avkastning. Avkastningskravet til totalkapitalen beregnes derfor ved å vekte verdien av egenkapital og netto finansiell gjeld med tilhørende avkastningskrav. Følgende får vi en gjennomsnittlig vektet kapitalkostnad, altså WACC (Weighted Average Cost of Capital). WACC beregnes med følgende formel (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 306):

$$WACC = R_e \frac{E}{E + D} + R_g(1 - s) \frac{D}{E + D}$$

Der:

R_e = avkastningskrav til egenkapital

$R_g(1 - s)$ = avkastningskrav til netto finansiell gjeld

E = markedsverdi av egenkapital

D = markedsverdi av gjeld

7.2 Avkastningskrav til egenkapital

Avkastningskravet til egenkapitalen er en viktig del av det totale avkastningskravet, men det kan være utfordrende å måle. Det finnes flere forskjellige modeller som estimerer avkastning til egenkapitalen, men modellene anses som lite pålitelig grunnet utfordringen med å ta høyde for selskapsspesifikk risiko (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 308). Vi har valgt å benytte kapitalverdimodellen (CAPM), hvor vi har lagt til en kompensasjon for andre risikopremier.

Med hensyn til modellen, kan avkastningskravet beregnes etter følgende formel (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 315):

$$R_e = R_f + \beta (R_m - R_f) + arp_{EK}$$

Der:

R_f = risikofri rente, β = egenkapitalbeta, R_m = avkastning på en markedsportefølje

$R_m - R_f$ = markedets risikopremie, arp_{EK} = andre risikopremier

Det er risiko knyttet til investeringer, og gjennom å investere i flere forskjellige selskaper og bransjer kan en investor diversifisere bort risiko. Kapitalverdimodellen forutsetter at investorer klarer å diversifisere bort all selskapsspesifikk risiko, hvilket tilsvarer at det kun er systematisk risiko som er relevant for investorene (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 314). En slik forutsetning er ikke gitt å være korrekt i praksis, og kapitalmarkedet er preget av en viss markedssvikt, hvilket fører til at full diversifisering ikke er mulig (Knivsflå, F10, 2022, s. 26). Det kan være relevant å legge til andre risikopremier som kompensasjon for selskapsspesifikk risiko, som ikke kan diversifiseres bort (Damodaran, 2012, s. 67). Vi har av den grunn lagt til andre risikopremier (arp_{EK}) i kapitalverdimodellen.

Kapitalverdimodellen kan dekomponeres i ulike komponenter, som vil presenteres i de følgende kapitlene. Egenkapitalkravet vil bli beregnet i delkapittel 7.2.5.

7.2.1 Risikofri rente

Risikofri rente er avkastningen på en eiendel som anses som risikofri i den forstand at forventet avkastning er helt sikker (Damodaran, 2012, s. 68). Kaldestad og Møller (2016) hevder at det er flere ulike alternativer ved valg av risikofri rente, hvor alle har ulike fordeler og ulemper.

En metode er å nytte statsobligasjoner som risikofri rente (Damodaran, 2012, ss. 155-159). Løpetiden på obligasjonen kan tilpasses tidsaspektet relatert til investeringen (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 313). Er tidshorisonten på investeringen kortsiktig vil det være fordelaktig å benytte renten på kortsiktige statsobligasjoner. Såfremt analysen er over en lang horisont, kan man benytte renten til langsiktige statsobligasjoner (Damodaran, 2012, s. 155). I praksis er langsiktige statsobligasjoner ofte benyttet som risikofri rente, da det skaper mindre variasjon sammenlignet med kortsiktige statsobligasjoner. Avkastningskravet til egenkapital vil av den grunn kunne være mer stabilt, hvilket er fordelaktig for investorer som investerer i selskaper som typisk vil ha lang levetid (Penman, 2013, s. 107). Tar man utgangspunkt i 10-

årsrenten, vil det beregnede avkastningskravet gjenspeile forventningen til en virksomhet om å ha lang levetid. En slik rente vil også samsvare bedre med tidsaspektet til selskapets kontantstrømmer (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 313). En annen metode er å benytte en tre-måneders effektiv rente, hvor man trekker fra en kredittrisikopremie basert på gjennomsnittsratingen til relevante banker (Knivsflå, F10, 2022, s. 46). En ulempe med å bruke en slik kortsiktig rente er at det vil være større svingninger, som følgelig vil gi et mer ustabil avkastningskrav.

Basert på diskusjonen over, benytter vi langsiktige statsobligasjoner som grunnlag for å beregne risikofri rente. Det må videre vurderes hvilket marked som skal ligge til grunn. Betsson er et svensk børsnotert selskap som opererer globalt i mange forskjellige markeder, som alle har ulik risikofri rente. Europeiske land samt USA har et nivå på 1-3 %, mens i Latin-Amerika varierer risikofri rente mellom 10 og 30 % (Fernandez, Garcia, & Acin, 2022).

Estimering av avkastningskrav gjennomføres med hensyn til investorer og kreditorer i en virksomhet, og valutaen som kontantstrømmene estimeres i (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 314). Flertallet av investorene til Betsson er svenske investorer som investerer med SEK, og Betsson har rapportert i SEK alle år frem til 2022. Av den grunn vil vi estimere kontantstrømmene i SEK. Med dette som grunnlag har vi valgt å benytte renten på svensk 10-års statsobligasjon som risikofri rente. I henhold til Damodaran er den svenske stat AAA ratet (Damodaran, 2022). Vi tar høyde for at renten ikke kan hevdes å være helt risikofri, og vi justerer således renten med en kredittrisikopremie. Gjennomsnittlig risikofri rente er tidsvektet, hvor beregningen er som følger:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Rente på 10-års svenske statsobligasjoner	0,54 %	0,66 %	0,65 %	0,09 %	-0,04 %	0,27 %	1,44 %	0,50 %
– Kredittrisikopremie før skatt, AAA	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %
= Risikofri rente før skatt	0,14 %	0,26 %	0,25 %	-0,31 %	-0,44 %	-0,13 %	1,04 %	0,10 %
* skatt (1 - s)	0,78	0,78	0,78	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79
= Risikofri rente etter skatt	0,11 %	0,20 %	0,20 %	-0,24 %	-0,34 %	-0,10 %	0,82 %	0,08 %

Tabell 7.1 - Risikofri rente etter skatt

7.2.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er definert av Kaldestad & Møller som meravkastningen finansielle investorer i aksjemarkedet forventer å oppnå sammenlignet med den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, Verdivurdering, 2016, s. 166). Utviklingen i markedet er svært utfordrende å predikere. Således vil estimeringen av markedets risikopremie være en

kompleks øvelse. Det er flere metoder som kan benyttes for å beregne markedets risikopremie, hvor hver av dem har ulike fordeler og ulemper (Damodaran, 2012, ss. 159-169).

Damodaran (2012) trekker frem to metoder som kan benyttes. Den første metoden er å se på historisk risikopremie mellom aksjer og statsobligasjoner over en lengre periode. Her estimeres historisk avkastning relatert til aksjer og statsobligasjoner. Differansen mellom de to beregningene representerer de historiske risikopremiene. Deretter beregnes markedets risikopremie basert på et gjennomsnitt av valgt historisk periode (Damodaran, 2012, ss. 161-162). Bruk av enten aritmetisk eller geometrisk gjennomsnitt vil kunne gi forskjellig resultater, og det kan argumenteres for at et riktig estimat er et sted mellom de to metodene (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 311). I tillegg vil estimatet varierer med valg av risikofri rente og tidshorisont. Det må også understrekes at historiske tall ikke nødvendigvis er et godt estimat på fremtiden (Kaldestad & Møller, Verdivurdering, 2016, s. 167)

Den andre metoden som Damodaran (2012) trekker frem er å benytte Gordons vekstformel med utgangspunkt i dagens børs kurs, og beregne avkastningskravet baklengs ved hjelp av forventet utbytte og vekstfaktor (Damodaran, 2012, s. 173). Ved å trekke fra risikofri rente fra implisitt forventet avkastning, vil det gi en implisitt markedsrisikopremie. Metoden er fordelaktig i den forstand å være markedsdrevet, fremtidsrettet og da uavhengig av historisk data (Kaldestad & Møller, Verdivurdering, 2016, s. 168). Derimot vil den implisitte markedsrisikopremien være sensitiv til endringer i markedet. Kredibiliteten til de ulike komponentene i verdsettelsesformelen må vurderes. I tillegg må man se på hvor tilgjengelig informasjonen om de ulike komponentene er (Damodaran, 2012, ss. 172-175). Vi vil også understreke at metoden antar at markedet benytter samme verdsettelsesmodell som metoden, hvilket er en sterk forutsetning (Kaldestad & Møller, Verdivurdering, 2016, s. 169)

Kaldestad og Møller (2016) foreslår en tredje metode for å beregne markedets risikopremie. Denne metoden går ut på å foreta en undersøkelse blant investorer for å få innsikt i markedets predikasjon for fremtiden. Metoden er ikke avhengig av historisk data, som vil styrke estimatet knyttet til kapitalverdimodellen, som er fremtidsrettet. Ulemper med metoden er praktiske faktorer slik som at det kan være vanskelig å finne oppdaterte undersøkelser som fokuserer på riktige predikasjoner, samt undersøkelsens representativitet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 169).

Normalisert risikopremie for det svenske markedet vil være utfordrende å estimere, spesielt som følge av vår korte analyseperiode. Av den grunn har vi valgt å benytte markedets risikopremie som utarbeidet av PwC Sverige, hvor de har vektet kortsiktig og langsiktig årlig risikopremie i det svenske markedet hos ulike investorer og funnet gjennomsnittlig markedsrisikopremie (PwC, 2022a). Rapporten bygger på den tredje metoden som diskutert over. Estimering av markedets risikopremie fremkommer av tabellen under:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Forventet markedsavkastning	6,50 %	6,50 %	6,40 %	6,80 %	7,70 %	6,70 %	6,60 %	6,83 %
– Risikofri rente etter skatt	0,11 %	0,20 %	0,20 %	-0,24 %	-0,34 %	-0,10 %	0,82 %	0,08 %
= Markedets risikopremie	6,39 %	6,30 %	6,20 %	7,04 %	8,04 %	6,80 %	5,78 %	6,75 %

Tabell 7.2 - Markedets risikopremie

7.2.3 Andre risikopremier

Som tidligere nevnt i kapittel 7.2 forutsetter kapitalverdimodellen et perfekt marked, hvor systematisk risiko er den relevante risikoen som investorer bør kompenseres for. Ved å ha en perfekt diversifisert portefølje kan investorer unngå usystematisk risiko. Det vil være vanskelig i praksis ettersom en potensiell markedssvikt gir forutsetning for at det er flere relevante risikofaktorer som investorer og kreditorer ikke kan diversifisere bort (Knivsflå, F10, 2022, s. 16). Vi vil følgelig vurdere andre risikopremier.

Illikviditetspremie er en kompensasjon for investorer som investerer i mindre likvide verdipapirer. Minoritetsinteresser kan kreve en illikviditetspremie på basis av at deres investeringer er mindre likvide sammenlignet med majoritetsinteressene som har aksjer i morselskap (Knivsflå, F10, 2022, s. 28). Som nevnt i delkapittel 2.1.6 er eierskapet i Betsson spredt, og aksjene er å anse som relativt likvide. Selskapet har lite minoritetsinteresser, hvor minoritetsinteressene kun utgjør 0,1 % av egenkapitalen. Dette vurderer vi å være av ubetydelig størrelse, og samlet sett anser vi følgelig illikviditetspremie som irrelevant for Betsson.

Betsson og bransjen opererer i flere fremvoksende markeder som igjen medfører ulik type risiko knyttet til det makroøkonomiske perspektivet slik som politisk risiko. I tillegg er bransjen som selskapene opererer i preget av politiske endringer og reguleringer over hele verden. Et eksempel på dette er karenstiden i Nederland eller statlig monopolisering slik som i Finland. Risikoen påvirker Betsson i stor grad, og det vanskelig å estimere et generelt nivå på risiko ettersom graden av politisk påvirkning varierer fra land til land (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 512). En måte å kompensere investorer for den politiske risikoen på er å

skjønnsmessig justere avkastningskravet ved å legge til en risikopremie. En annen metode er å justere kontantstrømmen (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 691). Vi har valgt å skjønnsmessig tillegge avkastningskravet en politisk risikopremie på 2 %.

7.2.4 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen uttrykker en aksjes systematiske risiko (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 315). Videre viser egenkapitalbetaen hvordan en aksje beveger seg i forhold til markedet, hvor en egenkapitalbeta på 1 tilsier at aksjen er perfekt korrelert med markedet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 160). Det er flere måter å estimere en egenkapitalbeta, eksempelvis kan den estimeres ved at man ser på historisk avkastning for en relevant indeks sammenlignet med selskapet (Damodaran, 2012, s. 183). Ved å foreta en regresjon mellom indeksens og selskapets historiske avkastning er det mulig å estimere en virksomhets egenkapitalbeta på følgende måte (Damodaran, 2012, s. 183):

$$R_t = \alpha + \beta R_m + \varepsilon$$

Betsson er et børsnotert selskap med lang historikk, hvilket gjør det mulig å estimere egenkapitalbetaen basert på historisk data på utviklingen av aksjekursen. Vi vil estimere betaen for Betsson gjennom en regresjonsanalyse som ser på månedlig avkastning for Betsson og OMX Stockholm Index (OMXS) over analyseperioden fra 01.01.16 til 31.10.22. Grunnen til at vi baserer regresjonen på månedlig avkastning er ettersom daglig data kan føre til systematiske «biaser» (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 317). Vi har valgt å benytte OMXS da dette er en diversifisert indeks som består av mange varierte selskaper. I regresjonsanalysen er OMXS den avhengige variabelen, mens Betsson er den uavhengige variabelen.

Regression Statistics	
Multiple R	0,340974361
R Square	0,116263515
Adjusted R Square	0,105076977
Standard Error	0,11451396
Observations	81

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Skjæringspunkt	-0,0009882	0,0128572	-0,0768599	0,9389293	-0,0265799	0,0246035	-0,0265799	0,0246035
X = OMXS	0,8534803	0,2647400	3,2238430	0,0018395	0,3265284	1,3804322	0,3265284	1,3804322

Tabell 7.3 - Regresjonsanalyse, Excel

Regresjonsanalysen fremviser at Betsson har hatt en egenkapitalbeta på 0,8535 og at R^2 er 0,116. Dette betyr at når OMXS eventuelt stiger 1 % vil Betsson i snitt stige 0,8535 %. Vi ønsker å trekke frem at vi ikke har justert for større børsfall, slik som starten av pandemien i 2020, da effekten av dette vil være mindre som følge av at vi bruker månedlig avkastning, i tillegg til at Betsson sin aksjekurs har opplevd en rask innhenting etter fallet i mars 2020.

Forutsatt at man benytter en industribeta vil man gjerne ikke justere betaen videre, men ettersom vi bruker en selskapsspesifikk beta anser vi det som hensiktsmessig (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, ss. 317-319). Vi justerer betaen i henhold til Marshall Blumes observasjon om at alle betaverdier nærmer seg 1 over tid. Ved å justere betaestimatet vil nivået være mer likt som gjennomsnittet til andre virksomheter (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 318). Betaestimatet vil følgelig justeres ved å vekte estimatet med markedsindeks betaverdien på 1. Justeringen gjøres grunnet et relativt høyt standardavvik fra regresjonsanalysen. Beregningen er i henhold til følgende formel:

$$\beta_{justert} = 1 * \left(\frac{1}{3}\right) + \beta_{estimert} * \left(\frac{2}{3}\right)$$

Justert egenkapitalbeta for Betsson blir således:

$$Justert \beta_{EK} = 1 * \frac{1}{3} + 0,8535 * \frac{2}{3} = \mathbf{0,9023}$$

7.2.5 Estimert gjennomsnittlig avkastningskrav til egenkapital

Etter å ha beregnet risikofri rente, markedets risikopremie, egenkapitalbeta og annen risikopremie, kan vi nå estimere gjennomsnittlig avkastningskrav til egenkapitalen for Betsson over analyseperioden.

Estimeringen for Betsson er som følger:

$$R_e = R_f + \beta (R_m - R_f) + arp_{EK} = 0,08 \% + (0,9023 * 6,75 \%) + 2 \% = \mathbf{8,17 \%}$$

7.3 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

I dette kapitlet vil vi beregne avkastningskrav til finansiell gjeld og finansielle eiendeler i den hensikt å fastsette krav til netto finansiell gjeld. Avkastningskrav til netto finansiell gjeld er uttrykket som følger (Knivsflå, F10, 2022):

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG}$$

Der:

$nfgk =$ netto finansielt gjeldskrav, $fgk =$ finansielt gjeldskrav, $fek =$ finansielt eiendelskrav

7.3.1 Krav til avkastning på finansiell gjeld

Avkastningskrav til finansiell gjeld beregnes ved å se på summen av risikofri rente etter skatt og en kredittrisikopremie. En kredittrisiko vil være en systematisk kostnad, og kreditor vil av den grunn kreve en ekstra premie for kostnadsdekning som samsvarer med sannsynligheten for konkurs (Knivslå, F10, 2022, s. 32).

Vi beregnet risikofri rente etter skatt i delkapittel 7.2.1 og denne vil benyttes for å beregne avkastningskravet. Kredittrisikopremie baseres på den syntetiske rating som vi foretok i kapittel 6.3, hvor vi benytter en langsiktig kredittrisikopremie etter skatt basert på Knivslå sitt estimat (Knivslå, F10, 2022, s. 79).

Avkastningskrav på finansiell gjeld for Betsson i analyseperioden er som følger:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Syntetisk rating	A	A	A	A	AA	A	AA	A
Risikofri rente etter skatt	0,11 %	0,20 %	0,20 %	-0,24 %	-0,34 %	-0,10 %	0,82 %	0,08 %
+ Kredittrisikopremie	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,60 %	0,90 %	0,60 %	0,90 %
= Krav til finansiell gjeld	1,01 %	1,10 %	1,10 %	0,66 %	0,26 %	0,80 %	1,42 %	0,98 %

Tabell 7.4 - Krav til finansiell gjeld

7.3.2 Krav til avkastning på finansielle eiendeler

Avkastningskravet til finansielle eiendeler estimeres ved å se på kontanter, langsiktige fordringer og investeringer. Finansielle eiendeler har ulik risiko knyttet til seg, og dette vil tilsvare ulik avkastning. Således vil det være fordelaktig å beregne avkastningskrav for hver av de finansielle eiendelene. Ved å vekte kontantkrav, fordringskrav og investeringskrav kan vi estimere avkastningskravet til finansielle eiendeler. Dette gjøres under ulike forutsetninger, og avkastningskravet uttrykkes slik (Knivslå, F10, 2022, s. 81):

$$fek = r_f * (1 - s) * \frac{KON}{FE} + (r_f * (1 - s) + krp_{FOR}) * \frac{FOR}{FE} + (r_f * (1 - s) + \beta_{INV} * mrp) * \frac{INV}{FE}$$

Der:

f_{ek} = finansielt eiendelskrav, $r_f * (1 - s)$ = risikofri rente etter skatt, KON = kontanter,

FE = finansielle eiendeler, krp_{FOR} = kredittrisikopremie, FOR = fordringer,

β_{INV} = investeringsbeta, mrp = markedspremierisiko, INV = investeringer

Kravet til kontanter anses å være lik risikofri rente etter skatt, som er beregnet i delkapittel 7.2.1 grunnet at kontanter har en risiko tilnærmet lik null. Fordringene anses å være korte, og med en syntetisk rating tilsvarende bransjens rating på BBB, vil det tilsi en kredittrisikopremie på 1,1 %. Vi forutsetter at investeringene ikke har noe illikviditetspremie knyttet til seg, og beta for investeringene er lik 1 (Knivsfå, F10, 2022, s. 81). Markedsrisikopremie settes til estimatet som tidligere beregnet i delkapittel 7.2.3. Vi ønsker å presisere at vi ikke har identifisert noen finansiell fordringer hos Betsson, og at denne posten derfor er vektet til 0. Ved å benytte et vektet gjennomsnitt, basert på de ulike forutsetningene, vil avkastningskravene til finansielle eiendeler være følgende:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Kontantkrav	0,11 %	0,20 %	0,20 %	-0,24 %	-0,34 %	-0,10 %	0,82 %	0,08 %
* Kontantvekt	0,969	0,979	0,997	0,977	0,977	0,782	0,903	0,926
+ Fordringskrav	1,11 %	1,20 %	1,20 %	0,76 %	0,66 %	0,90 %	1,82 %	1,08 %
* Fordringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ Investeringskrav	6,50 %	6,50 %	6,40 %	6,80 %	7,70 %	6,70 %	6,60 %	6,83 %
* Investeringsvekt	0,031	0,021	0,003	0,023	0,023	0,218	0,097	0,074
= Finansielt eiendelskrav	0,30 %	0,33 %	0,21 %	-0,08 %	-0,16 %	1,38 %	1,39 %	0,57 %

Tabell 7.5 - Finansielt eiendelskrav

7.3.3 Estimert avkastningskrav på netto finansiell gjeld

Etter å ha beregnet avkastningskrav til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, kan vi ved å vekte avkastningskravene med tilhørende kapitaler, estimere avkastningskravet til netto finansiell gjeld. Ved å benytte et vektet gjennomsnitt hvor vi tar hensyn til utviklingen i markedet, blir beregningen følgende:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Finansiell gjeldskrav	1,01 %	1,10 %	1,10 %	0,66 %	0,26 %	0,80 %	1,42 %	0,98 %
* FG/NFG	1,45	1,36	1,68	2,14	2,74	16,60	3,56	5,29
- Finansiell eiendelskrav	0,30 %	0,33 %	0,21 %	-0,08 %	-0,16 %	1,38 %	1,39 %	0,57 %
* FE/NFG	0,45	0,36	0,68	1,14	1,74	15,60	2,56	4,29
= Netto finansiell gjeldskrav	1,33 %	1,38 %	1,69 %	1,50 %	0,98 %	-8,32 %	1,52 %	-0,55 %

Tabell 7.6 - Netto finansiell gjeldskrav

7.3.4 Beta til finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld

Videre vil vi regne ut betaverdier for finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld.

For å beregne betaverdi for finansiell gjeld benytter vi følgende formel (Knivsfå, F10, 2022, s. 86):

$$\beta_{FG} = \frac{mrd * krp}{mrp}$$

Der: mrd = markedsrisikodel, krp = kredittrisikopremie, mrp = markedsrisikopremie

Markedsrisikodel viser hvordan kredittrisikopremien varierer med OMXS, og vil ligge mellom 0 og 1. Markedsrisikodel estimeres ut fra en regresjonsanalyse mellom egenkapitalavkastningen til Betsson og markedsindeksen. Med en justeringsfaktor på 1/3 knyttet til gjeldsavkastningen, kan vi benytte forklaringskraften (R^2) for å estimere markedsrisikodelen på følgende måte (Knivsfå, F10, 2022, s. 87):

Regression Statistics	
Multiple R	0,340974361
R Square	0,116263515
Adjusted R Square	0,105076977
Standard Error	0,11451396
Observations	81

Tabell 7.7 - Regresjonsutskrift fra Excel

Estimert markedsrisikodel = $0,1163 * (1/3) = 0,0388$

Kredittrisikopremien baserer seg på den syntetiske rating i kapittel 6.3, og markedsrisikopremien ble estimert i delkapittel 7.2.2. Dette benyttes for å estimere beta til finansiell gjeld over hele analyseperioden, som er fremvist i tabell 7.8:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Syntetisk rating	A	A	A	A	AA	A	AA	A
Kredittrisikopremie	0,009	0,009	0,009	0,009	0,006	0,009	0,006	0,009
* Markedsrisikodel	0,039	0,039	0,039	0,039	0,039	0,039	0,039	0,039
/ Markedsrisikopremie	0,064	0,063	0,062	0,070	0,080	0,068	0,058	0,067
= Finansiell gjeldsbeta	0,005	0,006	0,006	0,005	0,003	0,005	0,004	0,005

Tabell 7.8 - Beta til finansiell gjeld

For å beregne betaverdi for finansielle eiendeler, vil vi benytte følgende formel:

$$\beta_{FE} = \beta_{KON} * \frac{KON}{FE} + \beta_{FOR} * \frac{FOR}{FE} + \beta_{INV} * \frac{INV}{FE}$$

Formelen baseres på ulike forutsetninger fra Knivsflå sitt rammeverk, hvor det er forskjellig risiko og beta til de finansielle eiendelene (Knivsflå, F10, 2022, s. 89). Kontanter ses på som risikofritt, og vil av den grunn ha en beta på null. Finansielle investeringer forutsettes å ha en gjennomsnittlig beta lik markedet, noe som tilsvarer en beta på 1. Finansielle fordringer er mer utsatt for kredittrisiko, og vil beregnes på samme måte som betaverdi for finansiell gjeld. Kredittrisikopremien vil her antas å være noe lavere enn for finansiell gjeld. Markedsrisikodelen settes til samme størrelse som benyttet i beregning for betaverdi for finansiell gjeld. Vi benytter markedsrisikopremien som er beregnet i delkapittel 7.2.2. Med dette som grunnlag vil finansiell eiendelsbeta være som følger:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontantvekt	0,969	0,979	0,997	0,977	0,977	0,782	0,903	0,926
+ Fordringsbeta	0,006	0,006	0,006	0,005	0,003	0,005	0,004	0,005
* Fordringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,031	0,021	0,003	0,023	0,023	0,218	0,097	0,074
= Finansiell eiendelsbeta	0,031	0,021	0,003	0,023	0,023	0,218	0,097	0,074

Tabell 7.9 - Beta til finansielle eiendeler

For å beregne betaverdi for netto finansiell gjeld vil vi vekte beta for finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Dette gjøres med følgende formel (Knivsflå, F10, 2022, s. 91):

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} * \frac{FG}{NFG} - \beta_{FE} * \frac{FE}{NFG}$$

Estimering av netto finansiell gjeldsbeta er som følger:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	0,005	0,006	0,006	0,005	0,003	0,005	0,004	0,005
* Finansiell gjeldsvekt	1,452	1,362	1,679	2,144	2,741	16,599	3,560	5,294
- Finansiell eiendelsbeta	0,031	0,021	0,003	0,023	0,023	0,218	0,097	0,074
* Finansiell eiendelsvekt	0,452	0,362	0,679	1,144	1,741	15,599	2,560	4,294
= Netto finansiell gjeldsbeta	-0,006	0,000	0,007	-0,016	-0,032	-3,317	-0,235	-0,718

Tabell 7.10 - Beta til netto finansiell gjeld

7.4 Avkastningskrav til totalkapitalen

7.4.1 Estimert netto driftsbeta, årlig egenkapitalbeta og egenkapitalkrav

Beta til netto driftskapital

I delkapittel 7.2.5 estimerte vi gjennomsnittlig egenkapitalbeta for hele analyseperioden. Denne vil benyttes videre for beregning av beta til netto driftskapital. Formel for netto driftsbeta er som følger:

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} * \frac{EK}{NDK} - \beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK}$$

Ved å ha beregnet gjennomsnittlig egenkapitalbeta over hele analyseperioden, tilsier dette at netto driftskapital må beregnes over samme tidsperiode. Modigliani-Miller proposisjon 1 hevder at kapitalstrukturen ikke vil påvirke verdien til et selskap. Netto driftsbeta vil ifølge proposisjonen være konstant for hvert år gjennom hele analyseperioden (Berk & DeMarzo, 2020, s. 529). Proposisjonen kan anses å være urealistisk da rentekostnad kan fratrekkes fra selskapets skatt. Dette blir dog hensyntatt i WACC ved at man ser på gjeldskravet etter skatt (Knivsflå, F10, 2022, s. 102).

Videre vil et selskap i finansiell krise få høyere driftskostnader enn et selskap som ikke er i finansiell krise, og derfor er betaen høyere i finansielle kriser enn ellers, og den vil i så tilfelle ikke være konstant (Knivsflå, F10, 2022, s. 102). Betsson har ikke vært i en finansiell krise i løpet analyseperioden, og gjennomsnittlig netto driftsbeta anses som et rimelig estimat. Gjennomsnittlig netto driftsbeta beregnes med den historiske gjennomsnittlige egenkapitalbeta som ble beregnet i delkapittel 7.2.4, samt gjennomsnittlig netto finansiell gjeldsbeta og vektning av tilsvarende kapitalstrukturer. Gjennomsnittlig netto driftsbeta settes likt for hvert år i analyseperioden. Estimering av netto driftsbeta fremgår i tabell 7.11:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Egenkapitalbeta, justert	-	-	-	-	-	-	-	0,902
* EK/NDK	0,793	0,751	0,876	0,905	0,917	0,988	0,942	0,914
+ Netto finansiell gjeldsbeta	-0,006	0,000	0,007	-0,016	-0,032	-3,317	-0,235	-0,718
* NFG/NDK	0,207	0,249	0,124	0,095	0,083	0,012	0,058	0,086
= Netto driftsbeta	0,762	0,762	0,762	0,762	0,762	0,762	0,762	0,762

Tabell 7.11 - Beta til netto driftskapital

Egenkapitalbeta

Videre kan vi beregne egenkapitalbeta for hvert år i analyseperioden, som er vist under:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Beta NDK	0,762	0,762	0,762	0,762	0,762	0,762	0,762	0,762
- Beta NFG*(NFG/NDK)	-0,001	0,000	0,001	-0,002	-0,003	-0,041	-0,014	-0,012
* (NDK/EK)	1,261	1,332	1,141	1,105	1,090	1,012	1,062	1,100
= Egenkapitalbeta	0,962	1,015	0,869	0,844	0,834	0,813	0,824	0,855

Tabell 7.12 - Årlig egenkapitalbeta

Egenkapitalkrav

Vi kan nå estimere egenkapitalkrav for samtlige år i analyseperioden på bakgrunn av alle variablene som er beregnet i kapittelet. Estimeringen er som følger:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Risikofri rente etter skatt	0,11 %	0,20 %	0,20 %	-0,24 %	-0,34 %	-0,10 %	0,82 %	0,08 %
+ Egenkapitalbeta	0,962	1,015	0,869	0,844	0,834	0,813	0,824	0,855
* Markedsrisikopremie	6,39 %	6,30 %	6,20 %	7,04 %	8,04 %	6,80 %	5,78 %	6,75 %
= Egenkapitalkrav CAPM	6,26 %	6,59 %	5,59 %	5,70 %	6,36 %	5,42 %	5,58 %	5,81 %
+ Andre risikopremier	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
= Egenkapitalkrav	8,26 %	8,59 %	7,59 %	7,70 %	8,36 %	7,42 %	7,58 %	8,17 %

Tabell 7.13 - Årlig egenkapitalkrav

7.4.2 Selskapskrav

Vi vil nå beregne selskapskrav hvor vi vil se på krav til avkastning på sysselsatt kapital og netto driftskapital. Vi vil vekte avkastningskrav på egenkapital og krav til finansiell gjeld. Ettersom vi estimerer avkastningskravet for å måle rentabilitet, benytter vi balanseførte verdier (Knivsflå, F10, 2022, s. 42).

Avkastningskrav på netto driftskapital estimeres ved å vekte årlig egenkapitalkrav og netto finansielt gjeldskrav. Estimeringen er vist i tabell 7.14:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Egenkapitalkrav	8,26 %	8,59 %	7,59 %	7,70 %	8,36 %	7,42 %	7,58 %	8,17 %
* EK/NDK	0,793	0,751	0,876	0,905	0,917	0,988	0,942	0,914
+ Netto finansielt gjeldskrav	1,33 %	1,38 %	1,69 %	1,50 %	0,98 %	-8,32 %	1,52 %	-0,55 %
* NFG/NDK	0,207	0,249	0,124	0,095	0,083	0,012	0,058	0,086
= Netto driftskrav	6,83 %	6,80 %	6,86 %	7,11 %	7,75 %	7,23 %	7,23 %	7,22 %

Tabell 7.14 - Avkastningskrav til netto driftskapital

Avkastningskrav på sysselsatt kapital estimeres ved å vekte årlig egenkapitalkrav og finansielt gjeldskrav. Estimeringen er fremvist i tabell 7.15:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Egenkapitalkrav	8,26 %	8,59 %	7,59 %	7,70 %	8,36 %	7,42 %	7,58 %	8,17 %
* EK/SSK	0,725	0,689	0,808	0,816	0,802	0,829	0,819	0,804
+ Finansielt gjeldskrav	1,01 %	1,10 %	1,10 %	0,66 %	0,26 %	0,80 %	1,42 %	0,98 %
* FG/SSK	0,275	0,311	0,192	0,184	0,198	0,171	0,181	0,196
= Krav til sysselsatt kapital	6,27 %	6,26 %	6,34 %	6,41 %	6,75 %	6,29 %	6,47 %	6,44 %

Tabell 7.15 - Avkastningskrav til sysselsatt kapital

7.4.3 Oversikt avkastningskrav

Tabellen under viser en oppsummering av avkastningskravene som har blitt estimert i kapittel 7:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Egenkapitalkrav	8,26 %	8,59 %	7,59 %	7,70 %	8,36 %	7,42 %	7,58 %	8,17 %
Krav til sysselsatt kapital	6,27 %	6,26 %	6,34 %	6,41 %	6,75 %	6,29 %	6,47 %	6,44 %
Netto driftskrav	6,83 %	6,80 %	6,86 %	7,11 %	7,75 %	7,23 %	7,23 %	7,22 %
Finansielt gjeldskrav	1,01 %	1,10 %	1,10 %	0,66 %	0,26 %	0,80 %	1,42 %	0,98 %
Finansielt eiendelskrav	0,30 %	0,33 %	0,21 %	-0,08 %	-0,16 %	1,38 %	1,39 %	0,57 %
Netto finansielt gjeldskrav	1,33 %	1,38 %	1,69 %	1,50 %	0,98 %	-8,32 %	1,52 %	-0,55 %

Tabell 7.16 - Oppsummering avkastningskrav

8. Analyse av lønnsomhet – strategisk fordel

I dette kapittelet vil vi foreta en analyse av lønnsomheten til Betsson. Et av de viktigste områdene å fokusere på i en økonomisk analyse er nemlig lønnsomheten til selskapet. Lønnsomhet er kritisk for at et selskap skal overleve på sikt. I tillegg må selskapet ha tilstrekkelig lønnsomhet for å kunne tilfredsstille kravene til investorene. (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 141). Lønnsomheten til Betsson vil analyseres gjennom en strategisk rentabilitetsanalyse hvor vi vil beregne rentabiliteten til selskapet og sammenligne den med egenkapitalkravet fra forrige kapittel, og mot bransjens rentabilitet. Egenkapitalrentabiliteten er et mål på superrentabilitet, som uttrykker rentabilitet som overstiger avkastningskravet (Damodaran, 2012, s. 183) (Knivsflå, F11, 2022, s. 24).

Ved å dekomponere superrentabilitet vil vi kunne avdekke kildene som ligger til grunn for rentabiliteten, og med det analysere lønnsomheten til Betsson. En strategisk rentabilitetsanalyse er fordelaktig gjennom å identifisere kilder til en potensiell superrentabilitet, og bruke dette til fremtidsprognoser knyttet opp mot verdsettelsen av selskapet. Analysen måles mot en relativ målestokk og kan gi strategisk grunnlag for videre utvikling av selskapet (Penman, 2013, s. 364).

Den strategiske fordelene ble presentert og diskutert i kapittel 4, og vi vil trekke inn og sammenligne de kvalitative vurderingene i kommende analyse. Rentabiliteten som vurderes baseres på tallene etter justering og omgruppering i kapittel 5. Fordelen med å benytte justerte tall er at man reduserer støy i tallene slik at de blir mer representative for å predikere fremtiden, samt at de bedre reflekterer den underliggende driften (Plenborg & Kinserdal, 2021, ss. 631-632). Lønnsomhetsanalysen og potensielle funn vil bli benyttet i fremtidsregnskapet i kapittel 9. Formelen som vil bli benyttet for å beregne rentabilitet er fra Knivsflå (2022) sitt rammeverk, og uttrykkes slik:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapital}}{\text{Inngående kapital} + \frac{\Delta\text{kapital i året} - \text{normalisert nettoresultat}}{2}}$$

Kapittelet er strukturert ved at vi først vil måle egenkapitalrentabiliteten opp mot egenkapitalkravet, for å få innsyn i en potensiell superrentabilitet. Videre vil superrentabiliteten dekomponeres i en driftsfordel og finansieringsfordel, hvor hver av komponentene blir dekomponert ytterligere for å kunne avdekke mer detaljert hva som kan være kilder til en potensiell strategisk fordel.

8.1 Superrentabilitet til egenkapital

I dette kapittelet måles egenkapitalrentabiliteten mot egenkapitalkravet for å se om hvorvidt Betsson skaper en strategisk eierfordel, altså en superrentabilitet. En strategisk fordel skapes når egenkapitalrentabiliteten (ekr) er større enn egenkapitalkravet (ekk) (Knivsflå, F11, 2022, s. 13). Tallene som benyttes er de omgrupperte og justerte tallene fra kapittel 5. Vi ønsker å trekke frem at det kan være mangler i normaliseringen grunnet lite forklarende kvartals- og årsrapporter. Beregningen av den strategiske eierfordelen for Betsson følger i tabellen under:

Betsson	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Egenkapitalrentabilitet (ekr)	30,78 %	25,85 %	29,43 %	17,42 %	22,84 %	21,44 %	21,66 %	23,05 %
Egenkapitalkrav (ekk)	8,26 %	8,59 %	7,59 %	7,70 %	8,36 %	7,42 %	7,58 %	7,81 %
Strategisk eierfordel	22,53 %	17,26 %	21,84 %	9,72 %	14,48 %	14,01 %	14,08 %	15,24 %

Tabell 8.1 - Strategisk eierfordel, Betsson



Figur 8.1 - Strategisk eierfordel, Betsson

Betsson har en superrentabilitet over samtlige år i analyseperioden, hvilket tilsier at selskapet skaper verdi utover kravet. Gjennomsnittlig har Betsson en strategisk eierfordel på 15,24 %. Egenkapitalrentabiliteten har dog falt etter 2018, hvor 2019 var det svakeste året. I årsrapporten for 2019 trekker Betsson frem at de ble preget av uforutsette politiske hendelser slik som skatteøkning i Danmark og Italia (Betsson, 2020). Etter 2019 har egenkapitalrentabiliteten vært mer stabil, men likevel synkende. Med hensyn til utviklingen ser man at egenkapitalrentabiliteten er tilfreds i forhold til kravet, men utviklingen viser en negativ trend. For å vurdere egenkapitalrentabiliteten nærmere sammenligner vi Betsson med bransjen, som vist i følgende tabell:

Egenkapitalrentabilitet	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Betsson	30,78 %	25,85 %	29,43 %	17,42 %	22,84 %	21,44 %	21,66 %	23,05 %
Bransjen	8,43 %	8,79 %	9,10 %	5,79 %	3,96 %	5,94 %	6,88 %	6,45 %

Tabell 8.2 - Egenkapitalrentabilitet for Betsson og bransjen

Betsson har en tidsvektet gjennomsnittlig egenkapitalrentabilitet på 23,05 %, hvor bransjesnittet er 6,45 %. Betsson leverer en egenkapitalrentabilitet som er mye høyere enn bransjesnittet, noe som tolkes svært positivt.

Videre ønsker vi å få en dypere innsikt i hvordan den strategiske eierfordelen skapes. Strategisk fordel kan dekomponeres i driftsfordel og finansieringsfordel:

$$\text{Strategisk fordel} = \text{driftsfordel} + \text{finansieringsfordel}$$

I kapittel 8.2 og 8.3 vil vi gå nærmere inn på de ulike komponentene for å avdekke om Betsson har en strategisk fordel, og hva som er potensielle kilder til dette.

8.2 Driftsfordel

Den første komponenten i strategisk fordel er driftsfordel, som fokuserer på lønnsomheten til driften i selskapet. Driftsfordel ser på differansen mellom driftsrentabiliteten og driftskravet, som vil skaleres med gearing. Vi vil dekomponere driftsfordel i bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel (Knivsflå, F12, 2022, s. 3).

Bransjefordel og ressursfordel utgjør den strategiske fordelene knyttet til driften til selskapet, hvor et selskap har en fordel så fremt de klarer å oppnå en netto driftsrentabilitet som er større enn netto driftskravet. Bransjefordel er felles for alle selskap i bransjen, som forklares i stor grad av påvirkningskraften til makro- og konkurranseforhold i bransjen. Hvor stor bransjefordelen er, vil variere knyttet til hvilke muligheter og trusler bransjen står ovenfor (Knivsflå, F12, 2022, s. 11). Ressursfordel ser på om Betsson har en fordel sammenlignet med bransjen, hvor analysen blir vurdert og sammenlignet med den strategiske analysen knyttet til Betssons interne ressurser i kapittel 4. Gearingfordel er en skalering av den strategiske fordelene knyttet til drift, hvor det vil være en fordel å gire driften med netto gjeld så fremt driften er lønnsom (Penman, 2013, s. 368).

Nedenfor uttrykkes dekomponeringen av driftsfordel (Knivsflå, F12, 2022, s. 3):

$$\text{Driftsfordel} = (\text{ndr}_B - \text{ndk}) + (\text{ndr} - \text{ndr}_B) + (\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig})$$

Bransjefordel

Ressursfordel

Gearingfordel

Der:

ndr_B = netto driftsrentabilitet til bransjen, ndk = netto driftskrav, ndr = netto driftsrentabilitet, nfgg = netto finansiell gjeldsgrad, mig = minoritetsgrad

Beregning av driftsfordel er fremvist i tabell 8.3:

Driftsfordel	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Bransjefordel drift	3,67 %	2,48 %	2,40 %	-1,42 %	-3,51 %	-1,74 %	-1,15 %	-0,82 %
+ Ressursfordel drift	15,16 %	10,87 %	15,41 %	10,78 %	17,44 %	16,05 %	15,44 %	15,01 %
= Strategisk fordel drift	18,83 %	13,35 %	17,81 %	9,36 %	13,93 %	14,31 %	14,28 %	14,19 %
+ Gearingfordel	3,66 %	4,41 %	4,55 %	1,20 %	1,45 %	0,71 %	0,55 %	1,81 %
= Driftsfordel	22,49 %	17,76 %	22,36 %	10,56 %	15,38 %	15,02 %	14,83 %	16,00 %

Tabell 8.3 - Driftsfordel

Komponentene som utgjør driftsfordelen, vil dekomponeres i de neste delkapitlene.

8.2.1 Bransjefordel

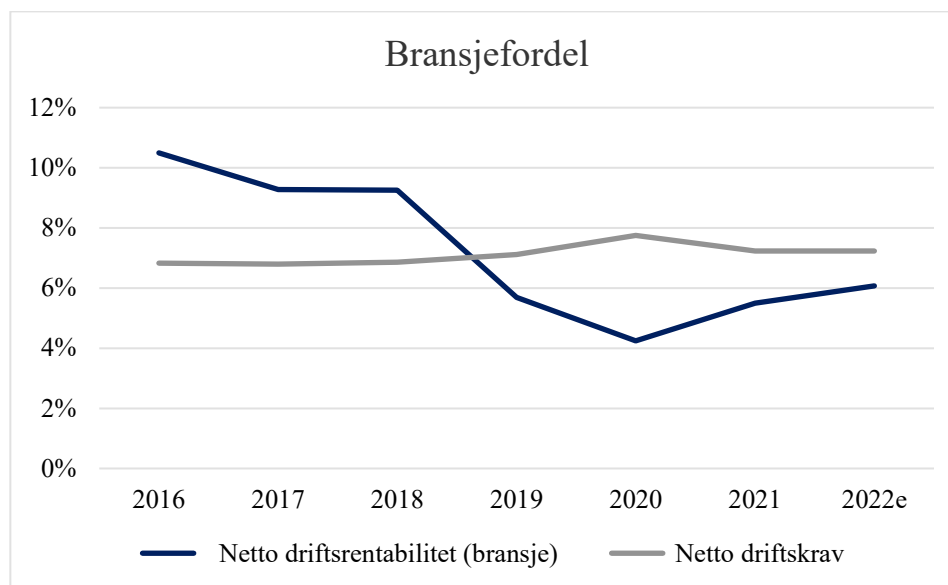
Det foreligger en bransjefordel når bransjen har en rentabilitet som er større enn driftskravet (Knivsflå, F12, 2022, s. 8). Som nevnt tidligere, beskriver Modigliani-Miller proposisjon 1 at selskapsverdien er uavhengig av finansieringsstrukturen (Berk & DeMarzo, 2020, s. 529). Med hensyn til dette, samt at de komparative selskapene er relativt like Betsson, anser vi Betsson sitt driftskrav som representativt for bransjen. Beregningen gjøres i henhold til følgende formel:

$$\text{Bransjefordel} = \text{ndr}_B - \text{ndk}$$

Så fremt bransjen står ovenfor flere muligheter vil bransjefordelen øke, men i situasjonen hvor bransjen står ovenfor større trusler vil bransjefordelen reduseres. Det vil være forhold som er felles for alle selskapene i bransjen som er utgangspunktet for fordelene eller ulempene (Knivsflå, F12, 2022, s. 11). Fra den kvalitative analysen i kapittel 4 kom vi frem til en historisk bransjeulempen. Tabell 8.4 fremviser den kvantitative beregningen av bransjefordelen for analyseperioden:

Bransjefordel	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Netto driftsrentabilitet (bransje)	10,50 %	9,27 %	9,25 %	5,69 %	4,24 %	5,50 %	6,07 %	6,39 %
– Netto driftskrav	6,83 %	6,80 %	6,86 %	7,11 %	7,75 %	7,23 %	7,23 %	7,22 %
= Bransjefordel drift	3,67 %	2,48 %	2,40 %	-1,42 %	-3,51 %	-1,74 %	-1,15 %	-0,82 %

Tabell 8.4 - Bransjefordel



Figur 8.2 - Bransjefordel

Det tidsvektet gjennomsnittet til bransjefordel knyttet til drift er -0,82 %, hvor utviklingen har vært negativ over analyseperioden. Nivået på gjennomsnittet tilsier en strategisk bransjeulempe, hvilket samsvarer med konklusjonen i den strategiske analysen i kapittel 4. Bransjen har opplevd en fordel de første årene i analyseperioden, men fra 2019 og utover har fordelene utviklet seg til å være en ulempe for bransjen. Noe av grunnen til den negative utviklingen er det økende fokuset på reguleringer og avgifter, samt stor konkurranse. De siste to årene har det endog vært en svak positiv trend i bransjeulempen som følge av større etterspørsel for nettbasert gambling og mer legalisering i land som gir fremvoksende markeder.

Tallene over påvirkes av mange forhold, men de reflekterer i stor grad makro- og konkurranseforholdene i bransjen. I den strategiske analysen i kapittel 4 ble forholdene analysert og diskutert gjennom PESTEL-rammeverket og Porters femkraftsmodell. PESTEL-analysen avdekket flere forhold som hadde en påvirkningskraft på bransjen historisk og i fremtiden. Politiske, juridiske og teknologiske forhold ble identifisert som de mest sentrale forholdene. Fra Porters femkraftsmodell ble det konkludert med at bransjen preges av mange aktører med liten markedsrett, få substitutter og høye etableringsbarrierer.

Konkurransenintensiteten i bransjen er høy, og det er krevende for selskapene å differensiere seg fra konkurrentene, noe som reflekteres i driftsrentabiliteten.

Markedet har opplevd stor vekst over flere år. Selskaper i bransjen har tatt nytte av utviklingen ved å tiltrekke nye kunder og få en større geografisk tilstedeværelse i flere markeder. Dette reflekteres i selskapenes solide vekst i inntekter, men grunnet forhold slik som høy konkurranse og lite differensiering har marginene redusert seg. Bransjesnittet har investert mye i egen teknologi og fokusert på å flytte mye av teknologien internt. Det har likeså blitt gjennomført flere større oppkjøp, hvor det har blitt betalt solide prispremier, som resulterer i reduserte marginer. Balansene har økt samtidig som marginene har redusert seg, og netto driftseiendeler har økt mye i flere av årene i analyseperioden. Samlet sett påvirker dette driftsrentabiliteten for bransjen i stor grad.

Vi forventer at driftsrentabiliteten vil bedres i perioden fremover, da bransjeselskapene allerede har foretatt større investeringer som vil kunne effektivisere driften på lang sikt, som vil være kostnadssparende. I tillegg er det gode vekstutsikter for bransjen, som samlet sett styrker forventning om økt driftsrentabilitet i bransjen. Vi tror politiske og juridiske forhold vil ha størst påvirkning i perioden fremover, både i positiv og negativ forstand, gjennom legalisering av nye markeder samt strengere reguleringer. En annen viktig faktor vil være den teknologiske utvikling i verden som kan skape tilgang til nye kundegrupper, spesielt i fremvoksende markeder. Teknologisk utvikling vil dessuten kunne gi en forbedret kundeopplevelse som tiltrekker nye kunder og gir mulighet for å vekst til selskapene.

8.2.2 Ressursfordel

En ressursfordel ser på hvordan selskapet er i forhold til bransjen. Betsson kan oppnå en ressursfordel i det tilfellet selskapet klarer å frembringe en rentabilitet større enn bransjen, eller ved at de har et krav som er mindre enn bransjen (Knivsflå, F12, 2022, s. 23). Graden av ressursfordelen som Betsson kan ha, vil variere basert på hvilke interne ressurser selskapet har. Desto sterkere de strategiske ressursene er, desto større ressursfordel kan Betsson ha. Ved å sammenligne Betsson sin portefølje av ressurser relativt til bransjen kan vi vurdere grad av ressursfordel og se på kilder som kan utgjøre en potensiell ressursfordel (Knivsflå, F12, 2022, s. 26). Vi vil først beregne fordelene og deretter dekomponere den i marginfordel og omløpsfordel. Beregning av Betsson sin ressursfordel er som følger:

Ressursfordel	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Netto driftsrentabilitet (Betsson)	25,65 %	20,14 %	24,66 %	16,47 %	21,69 %	21,54 %	21,51 %	21,41 %
– Netto driftsrentabilitet (bransjen)	10,50 %	9,27 %	9,25 %	5,69 %	4,24 %	5,50 %	6,07 %	6,39 %
= Ressursfordel drift	15,16 %	10,87 %	15,41 %	10,78 %	17,44 %	16,05 %	15,44 %	15,01 %

Tabell 8.5 - Ressursfordel drift

Som man ser av beregningen over har Betsson en ressursfordel i samtlige år, og tidsvektet gjennomsnitt er 15 %. Driftsrentabiliteten varierer mye mellom 2016 og 2019, men den ligger på et mer stabilt nivå fra 2020 til 2022. I kapittel 4.3 gjennomførte vi en intern ressursorientert analyse hvor vi konkluderte med at Betsson hadde en stor ressursfordel sammenlignet med bransjen. Fra beregningen i tabellen over synes det å være klart at Betsson har en stor ressursfordel. Vi ønsker dog å presisere at ressursfordelen sannsynligvis er påvirket av målefeilen i immaterielle eiendeler, men det er vanskelig å si noe om hvor mye det utgjør. Som identifisert i delkapittel 4.3.1 har Betsson flere styrker slik som internutvikling og egendrevet plattform. Selskapet er godt posisjonert i Latin-Amerika, hvor de har lite konkurranse fra de komparative virksomhetene, hvilket gir Betsson et konkurransefortrinn. I den strategiske analysen fremhever vi at Betsson har en fordel relativt til bransjen, men at denne fordelene vil bli utlignet på mellomlang sikt.

For å analysere ressursfordelen i mer detalj velger vi å dekomponere ressursfordelen videre i marginfordel og omløpsfordel ved å benytte en DuPont-analyse (Penman, 2013, s. 374). Formålet med analysen er å se hvor stor netto driftsmargin Betsson klarer å oppnå, og hvor stor kapitalbinding selskapet har. Ved å se på de to komponentene vil vi kunne se på hvor lønnsom driften til Betsson er, og hvor effektiv kapitalbindingen er. Dekomponeringen ved bruk av DuPont-modellen er fremvist slik:

$$ndr - ndr_B = (ndm - ndm_B) * onde + ndm_B * (onde - onde_B)$$



Der: $ndm = \text{netto driftsmargin}$, $Onde = \text{omløpet til netto driftseiendeler}$

Marginfordel

Det foreligger en marginfordel når selskapet har en høyere driftsmargin enn bransjen generelt. Dette oppnås ved at selskapet har lavere driftskostnad per krone driftsinntekt (Knivsflå, F12, 2022, s. 32). Marginfordelen er et mål på selskapets lønnsomhet, og beregnes i henhold til følgende formel (Knivsflå, F12, 2022, s. 32):

$$\text{Marginfordel} = (\text{ndm} - \text{ndm}_B) * \text{onde}$$

Marginfordel	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Netto normalisert driftsmargin (Betsson)	21,6 %	18,0 %	20,5 %	15,7 %	16,7 %	16,6 %	15,8 %	17,2 %
Netto normalisert driftsmargin (bransjen)	9,8 %	13,4 %	10,5 %	7,4 %	6,0 %	8,4 %	8,0 %	8,3 %
Marginfordel	11,7 %	4,6 %	10,0 %	8,3 %	10,7 %	8,2 %	7,8 %	8,9 %
Omløpshastighet netto driftseiendeler (Betsson)	1,2	1,1	1,2	1,1	1,3	1,3	1,4	1,24
Vektet marginfordel	14,0 %	5,3 %	12,1 %	8,7 %	13,9 %	10,6 %	10,6 %	11,1 %

Tabell 8.6 - Marginfordel til Betsson

Betsson har en marginfordel i samtlige år av analyseperioden, og det vektete snittet ligger på 8,9 %. Når man vekter marginfordelen i henhold til omløpshastigheten på netto driftseiendeler, øker marginfordelen til 11,1 %. For å forstå kildene til marginfordelen gjennomfører vi en common-size analyse. Denne analysen viser kostnadspostene i prosent av driftsinntektene over analyseperioden (Penman, 2013, s. 315). Analysen kan gi en dypere innsikt i utviklingen til Betsson over tid, samt hvilke poster som skaper marginfordelen.

Common size analyse	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt	Bransjen
Salgsinntekt	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Operasjonelle gamblingkostnader	25 %	28 %	29 %	34 %	36 %	35 %	36 %	33 %	37 %
Bruttofortjeneste	75 %	72 %	71 %	66 %	64 %	65 %	65 %	67 %	63 %
Kapitalisert utviklingskostnad	5 %	5 %	4 %	4 %	4 %	4 %	3 %	4 %	3 %
Markedsføringskostnad	20 %	21 %	18 %	17 %	17 %	17 %	15 %	17 %	19 %
Personalkostnader	16 %	17 %	15 %	15 %	14 %	14 %	15 %	15 %	17 %
Andre kostnader	16 %	15 %	14 %	14 %	13 %	13 %	15 %	14 %	16 %
EBITDA	28 %	25 %	28 %	24 %	24 %	23 %	23 %	24 %	14 %
Avskrivninger	5 %	6 %	6 %	7 %	6 %	5 %	6 %	6 %	5 %
Driftsresultat (EBIT)	23 %	19 %	22 %	17 %	18 %	18 %	17 %	19 %	9 %
Driftsrelatert skattekostnad	2 %	1 %	2 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %
Netto driftsresultat	22 %	18 %	21 %	16 %	17 %	17 %	16 %	17 %	8 %

Tabell 8.7 - Common size analyse, Betsson og bransjen

Fra tabellen over ser vi hvordan kostnadene til Betsson har utviklet seg i prosent av salgsinntektene, og hvordan Betsson sitt vektete snitt er i forhold til bransjen. Postene som påvirker marginfordelen mest er *operasjonelle gamblingkostnader*, *markedsføringskostnader*, *personalkostnader* og *andre kostnader*. *Andre kostnader* varierer fra selskap til selskap, og det er forskjellig hvor spesifisert dette er i årsrapportene til Betsson og de komparative selskapene. Av den grunn vil vi ikke kommentere denne kostnadsposten nærmere.

Av analysen kan vi observere at Betsson har økt de *operasjonelle gamblingkostnadene* hvert år frem til 2020, og at de jevner seg mer ut fra 2020 til 2022. Posten omfatter lisensavgifter, spillavgifter, kommisjon til tilknyttede partnere og andre kostnader relatert til gambling. I analyseperioden har flere land blitt regulerte og det stilles krav om lisenser til selskaper som opererer i markedet, slik som Nederland og flere stater i USA (Betsson 2022). Tidligere har Betsson og de komparative selskapene kunnet operere i flere markeder uten å betale spill- og

lisensavgifter, hvor de har operert under offshore lisenser, men reguleringer har økt lisensavgifter og spillavgifter i analyseperioden.

En annen viktig del av de operasjonelle gamblingkostnadene er drift av plattformene. Som fremhevet i den strategiske analysen er Betsson mindre avhengig av tredjeparter enn andre selskaper i bransjen. Selskapene må som regel betale lisensavgift, samt en del av omsetning for å få tilgang til tredjepartsløsningene. Slike avtaler er kostbare, og som man ser av common-size analysen har Betsson lavere operasjonelle gamblingkostnader enn bransjen generelt, hvor tidsvektet gjennomsnitt for selskapet er 4 % lavere enn bransjen på 33 %. Analysen fremviser Betssons tidlige satsing på egen teknologi til å være lønnsom, hvilket samsvarer med den strategiske analysen i kapittel 4.3. Vi ønsker dog å trekke frem at Betsson har beveget seg mer mot bransjesnittet over analyseperioden, og vi tror kostnadsfordelen knyttet til egen plattform vil bli utlignet på mellomlang sikt grunnet de komparative selskapene sin strategi og satsing på internutvikling og drift av egne plattformer.

Markedsføringskostnadene har sunket over hele perioden, og vi ser at Betsson har et vektet snitt som er 2 % lavere enn bransjen. Dette kan tyde på at Betsson er mer effektive i sin markedsføring, eller at de krever mindre markedsføring for å tiltrekke kunder og kapre markedsandeler. Selskapene i bransjen har imidlertid forskjellige markedsføringsstrategier, og det er vanskelig å fremheve hva som skaper denne forskjellen.

For Betsson har *personalkostnadene* vært stabile fra 2018 til 2022, hvorav vektet snitt er 15 %, mens bransjen har et høyere vektet snitt på 17 %. Bransjesnittet påvirkes dog av at 20 % av Entain sine inntekter kommer fra tradisjonell gambling, og Flutter Entertainment driver fysiske spillbutikker i Storbritannia. Tradisjonell gambling krever flere ansatte enn nettbasert gambling, og det er følgelig naturlig at personalkostnadene er høyere.

Omløpsfordel

En omløpsfordel er når et selskap oppnår høyere driftsinntekt per krone investert, eller lavere kapitalbinding per krone omsatt (Penman, 2013, ss. 373-374). Ved å sammenligne omløpshastigheten med bransjen kan vi beregne omløpsfordel (Knivsflå, F12, 2022, s. 30).

Omløpsfordel kan beregnes slik:

$$\text{Omløpsfordel} = (\text{onde} - \text{onde}_B) * \text{ndm}_B$$

Omløpsfordel	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Omløpshastighet netto driftseiendeler (Betsson)	1,2	1,1	1,2	1,1	1,3	1,3	1,4	1,24
Omløpshastighet netto driftseiendeler (Bransjen)	1,1	0,7	0,9	0,8	0,7	0,7	0,8	0,76
Omløpsfordel	0,1	0,4	0,3	0,3	0,6	0,6	0,6	0,5
Netto normalisert driftsmargin (bransjen)	9,8 %	13,4 %	10,5 %	7,4 %	6,0 %	8,4 %	8,0 %	8,3 %
Vektet omløpsfordel	1,2 %	5,6 %	3,3 %	2,1 %	3,5 %	5,4 %	4,8 %	4,0 %

Tabell 8.8 - Omløpsfordel, Betsson

Som man ser av tabellen over har Betsson hatt en omløpsfordel i forhold til bransjen over hele analyseperioden. Tidsvektet omløpsfordel er 4 %, hvilket betyr at Betsson har en omløpshastighet på netto driftseiendeler som er høyere enn bransjen. Man ser dessuten at Betsson har generert høyere inntekt per investerte krone enn bransjesnittet. I snitt over analyseperioden utgjør salgsinntekt 64 % av bransjens netto driftseiendeler, mens for Betsson er tilsvarende gjennomsnitt 115 %. Dette skyldes i stor grad at bransjen forholdsmessig har mye høyere balanseførte immaterielle eiendeler enn Betsson. Eksempelvis utgjorde goodwill og immaterielle eiendeler ~85 % av de totale eiendelene til Flutter Entertainment i 2021. Til sammenligning utgjorde dette 64 % av Betsson sine eiendeler. Omløpsfordelen kan være en indikasjon på at Betsson gjør gode oppkjøp, og at de drar nytte av lave integrasjonskostnader og deres lange bransjeerfaring.

Ressursfordelen dekomponert utgjør vektet marginfordel og omløpsfordel, som vist under:

Ressursfordel	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Vektet marginfordel	13,97 %	5,30 %	12,07 %	8,68 %	13,90 %	10,62 %	10,59 %	11,07 %
+ Vektet omløpsfordel	1,19 %	5,57 %	3,34 %	2,10 %	3,54 %	5,43 %	4,84 %	4,04 %
= Ressursfordel	15,16 %	10,87 %	15,41 %	10,78 %	17,44 %	16,05 %	15,44 %	15,01 %

Tabell 8.9 - Ressursfordel, Betsson

Samlet sett har Betsson høyere driftsinntekt per krone investert og lavere kapitalbinding per krone omsatt enn bransjen.

8.2.3 Gearingfordel drift

I den forstand et selskap har en strategisk driftsfordel, vil det være fordelaktig å skalere opp denne fordelen ved å øke finansiell gjeld og minoritetsinteresser relativt til egenkapitalen (Penman, 2013, s. 368). Den strategiske eierfordelen kan styrkes med å øke driftsfordelen gjennom gearing, men ved å gjøre dette vil det ikke tillegge større verdi til eierne i selskapet (Knivsflå, F12, 2022, s. 58). Dette er i henhold til Modiglian-Miller sin første og andre proposisjon, som sier at verdien til selskapet er uavhengig av finansieringsstrukturen. Av den grunn vil en økning i gjeldsgrad føre til en tilsvarende økning i egenkapitalkravet grunnet finansiell risiko, hvilket vil nøytraliserer hverandre (Berk & DeMarzo, 2020, ss. 529-535).

Gearingfordel beregnes på følgende måte:

$$\text{Gearingfordel} = (\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig})$$

Av formelen forekommer det at et selskap har en gearingfordel i det tilfellet de har netto driftsrentabilitet som overstiger kravet. Driftsfordelen vil følgende kunne gires opp gjennom en økning i finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Gearingfordelen er beregnet og fremvist i tabell 8.10:

Gearingfordel	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Netto driftsrentabilitet	25,65 %	20,14 %	24,66 %	16,47 %	21,69 %	21,54 %	21,51 %	21,41 %
- Netto driftskrav	6,83 %	6,80 %	6,86 %	7,11 %	7,75 %	7,23 %	7,23 %	7,22 %
= Strategisk driftsfordel	18,83 %	13,35 %	17,81 %	9,36 %	13,93 %	14,31 %	14,28 %	14,19 %
* Netto finansiell gjeldsgrad	0,195	0,331	0,256	0,128	0,104	0,049	0,038	0,122
= Gearingfordel drift	3,66 %	4,41 %	4,55 %	1,20 %	1,45 %	0,71 %	0,55 %	1,81 %

Tabell 8.10 - Gearingfordel drift

Som tabellen fremviser har Betsson hatt en gjennomsnittlig tidsvektet gearingfordel på 1,81 % over analyseperioden. Selskapet har både en strategisk driftsfordel og en gearingfordel i samtlige år. Gearingfordelen var høyest 2016, 2017 og 2018, men fra 2019 til 2022 har den blitt redusert. Kapitaliseringen av leieavtaler fra 2019 vil påvirke forholdstallet, men ikke i stor grad. Hovedsakelig kan utviklingen knyttes til stabilt økende resultat, som øker egenkapitalen. I tillegg har Betsson økt finansielle eiendeler samtidig som finansiell gjeld har vært mer stabil. Samlet sett har forholdene redusert netto finansiell gjeldsgrad, og følgelig gearingfordelen. Reduksjonen av netto finansiell gjeld og økt egenkapital har dog resultert i en finansieringsstruktur med lavere risiko.

8.2.4 Driftsfordel oppsummert

Driftsfordel	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Bransjefordel drift	3,67 %	2,48 %	2,40 %	-1,42 %	-3,51 %	-1,74 %	-1,15 %	-0,82 %
+ Ressursfordel drift	15,16 %	10,87 %	15,41 %	10,78 %	17,44 %	16,05 %	15,44 %	15,01 %
= Strategisk fordel drift	18,83 %	13,35 %	17,81 %	9,36 %	13,93 %	14,31 %	14,28 %	14,19 %
+ Gearingfordel	3,66 %	4,41 %	4,55 %	1,20 %	1,45 %	0,71 %	0,55 %	1,81 %
= Driftsfordel	22,49 %	17,76 %	22,36 %	10,56 %	15,38 %	15,02 %	14,83 %	16,00 %

Tabell 8.11 - Driftsfordel, Betsson

Som man ser av tabell 8.11 er tidsvektet driftsfordel 16 %. Betsson har en ressursfordel gjennom hele analyseperioden som stryker driftsfordelen. Fra 2016 til 2018 løftes driftsfordelen av bransjefordelen og gearingfordelen, men etter 2018 trekkes driftsfordelen ned av bransjeulempen og en lavere gearingfordel. Forholdene som utgjør driftsfordelen kommenteres videre i oppsummeringen av strategisk fordel.

8.3 Finansieringsfordel

I dette kapitlet vil vi se på om Betsson har en finansieringsfordel. Finansieringsfordelen deles i opp i to deler; netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser (Penman, 2013, s. 366). Det vil være en fordel for eierne i selskapet å øke netto finansiell gjeld dersom kravet er høyere enn gjeldsrenten, da dette tilsier at finansieringen er rimelig (Knivsflå, F11, 2022, s. 47). For kreditorene i selskapet vil det være motsatt effekt som følge av at de får betalt mindre enn det kravet tilsier (Penman, 2013, s. 367)(Knivsflå, F11, 2022, s. 46). I utgangspunktet vil ikke et selskap ha mulighet til å oppnå en varig finansieringsfordel grunnet den store konkurransen i finansmarkedet (Knivsflå, F11, 2022, s. 46). Finansieringsfordelen vil som regel ikke være en stor bidragsyter til den strategiske eierfordelen, men det er allikevel nyttig å analysere netto finansiell gjeld for å se om Betsson har en finansieringsfordel. Av den grunn vil vi i dette kapitlet se nærmere på om selskapet har en potensiell finansieringsfordel. Ettersom selskapet ikke har minoritetsinteresser av merkverdig størrelse, vil finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld bestå av finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Formelen til finansieringsfordel netto finansiell gjeld uttrykkes som følger (Knivsflå, F11, 2022, s. 45):

$$\text{Finansieringsfordel NFG} = (nfgk - nfgr) * nfgg$$

Der: $nfgk$ = netto finansielt gjeldskrav, $nfgr$ = netto finansiell gjeldsrente
 $nfgg$ = netto finansiell gjeldsgrad

Formelen kan dekomponeres for å finne finansieringsfordel til finansiell gjeld og finansieringsfordel til finansielle eiendeler for å fremvise de ulike komponentene som utgjør netto finansiell gjeld:

$$\text{Finansieringsfordel NFG} = (fgk - fgr) * fgg + (fer - fek) * feg$$

Der: fgk = finansielt gjeldskrav, fgr = finansiell gjeldsrentabilitet, fgg = finansielt gjeldskrav, fer = finansiell eiendelsrentabilitet, fek = finansielt eiendelskrav, feg = finansiell eiendelsgrad

8.3.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld

Finansieringsfordelen knyttet til finansiell gjeld beregnes som differansen mellom krav og rentabiliteten til selskapet. Dersom gjeldskravet er større enn renten vil det være fordelaktig for Betsson og deres eiere å benytte finansiell gjeld, men dette vil være en ulempe for kreditorene til Betsson (Penman, 2013, s. 367). Betsson vil ha en positiv finansieringsfordel

så fremt finansielt gjeldskrav er større enn finansiell gjeldsrente. Beregning av formelen uttrykkes som følger (Knivsflå, F11, 2022, s. 47):

$$\text{Finansieringsformel } FG = (fgk - fgr) * fgg$$

Vi kan dekomponere formelen for å beregne finansiell gjeldsrente og finansiell gjeldsgrad:

$$fgr = \frac{NFK_t}{FG_{t-1} + \frac{\Delta FG_t - NFK_t}{2}} \quad fgg = \frac{FG_{t-1} + \frac{\Delta FG_t - NFK_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

Der: NFK = netto finanskostnad, FG = finansiell gjeld, EK = egenkapital, NRE = nettoresultat til egenkapital

Beregning av finansieringsfordel til finansiell gjeld uttrykkes i tabell 8.12:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Finansielt gjeldskrav	1,01 %	1,10 %	1,10 %	0,66 %	0,26 %	0,80 %	1,42 %	0,98 %
- Finansiell gjeldsrente	0,95 %	2,20 %	2,54 %	4,26 %	4,06 %	4,01 %	3,85 %	3,56 %
= Finansiell gjeldsrenteformel	0,06 %	-1,10 %	-1,45 %	-3,61 %	-3,81 %	-3,22 %	-2,43 %	-2,70 %
* Finansiell gjeldsgrad	0,355	0,465	0,378	0,246	0,258	0,245	0,232	0,282
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,02 %	-0,51 %	-0,55 %	-0,89 %	-0,98 %	-0,79 %	-0,56 %	-0,71 %

Tabell 8.12 - Finansieringsfordel finansiell gjeld

Med unntak av 2016 har Betsson en finansiell gjeldsulempe hvert år over analyseperioden. I 2016 hadde selskapet en rente lavere enn kravet, hvilket ga en finansieringsfordel. De følgende årene har den finansielle gjeldsrenten økt grunnet økte finanskostnader for selskapet. Lave gjeldskrav som følge av COVID-19 pandemien gjorde at Betsson hadde en større finansiell gjeldsulempe i 2020. Samlet sett har selskapet en finansieringsfordel relatert til finansiell gjeld tilnærmet null, som stemmer med vår forventning.

I alle påfølgende år etter 2016 er finansielle gjeldskravet lavere enn lånerenten, og tilsier at Betsson bør ha en lav gjeldsgrad. Ifølge Penman (2013) vil det være fordelaktig å redusere bruk av finansiell gjeld i det tilfellet renten overstiger kravet (2013, s. 367). Den finansielle gjeldsgraden vil skalere ned finansieringsulempen knyttet til finansiell gjeld, da selskapet har en lav gjeldsgrad. Hadde selskapet økt bruk av gjeld ville gjeldsgraden økt, og den finansielle gjeldsulempen hadde forsterket seg. Som følge av større andel egenkapital de siste årene har gjeldsgraden til Betsson redusert, og resultert i en mindre risikabel finansieringsstruktur. Vi har slik en gjennomsnittlig finansiell gjeldsulempe på -0,71 % over analyseperioden.

8.3.2 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Finansieringsfordel til finansielle eiendeler uttrykker i hvor stor grad selskapet klarer å forvalte sine eiendeler på en lønnsom måte. Det er en fordel for eierne å investere i finansielle eiendeler dersom rentabiliteten er større enn kravet, og på den måten ha en lønnsom forvaltning (Knivsflå, F11, 2022, s. 53). Dette er motsatt om finansielle eiendeler har en rentabilitet som er lavere enn kravet. Da er det fordelaktig å investere kapitalen i driften og redusere finansielle eiendeler (Knivsflå, F11, 2022, s. 53). Finansieringsfordel til finansielle eiendeler uttrykkes med følgende formel:

$$\text{Finansieringsfordel FE} = (fer - fek) * feg$$

Der: fer = finansiell eiendelsrente, fek = finansielt eiendelskrav, feg = finansielt eiendelskrav

Vi kan dekomponere formelen ytterligere for å beregne finansiell eiendelsrente og finansielt eiendelskrav:

$$fer = \frac{NFI_t}{FE_{t-1} + \frac{\Delta FE_t - NFI_t}{2}} \qquad feg = \frac{FE_{t-1} + \frac{\Delta FE_t - NFI_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

Der:

NFI = netto finansinntekt, FE = finansielle eiendeler, EK = egenkapital,

NRE = nettoresultat til egenkapital

Dette gir følgende utregning av finansieringsfordel til finansielle eiendeler i tabell 8.13:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,39 %	0,49 %	0,55 %	0,36 %	0,40 %	0,35 %	0,32 %	0,39 %
– Finansiell eiendelskrav	0,30 %	0,42 %	0,27 %	-0,04 %	-0,11 %	1,46 %	1,28 %	0,57 %
= Finansiell eiendelsformel	0,09 %	0,07 %	0,28 %	0,40 %	0,51 %	-1,11 %	-0,96 %	-0,20 %
* Finansiell eiendelsgrad	0,160	0,134	0,123	0,118	0,155	0,195	0,194	0,160
= Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,01 %	0,01 %	0,03 %	0,05 %	0,08 %	-0,22 %	-0,19 %	-0,05 %

Tabell 8.13 - Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Vi ser at i perioden 2016 frem til 2020 gir de finansielle eiendelene til Betsson en rentabilitet som er større enn eiendelskravet, mens i 2021 og 2022 var kravet større enn rentabiliteten. Mer investeringer og kontanter de siste to årene preger finansieringsfordelen. Finansiell eiendelsgrad har vært på et jevnt nivå over hele analyseperioden. Totalt har finansieringsfordelen til Betsson vært tilnærmet lik 0 i alle årene, og dette samsvar med vår forventning om at finansieringsfordeler vil nærme seg null og dermed ikke være varige. I gjennomsnitt har Betsson en ulempe på -0,05 % over hele analyseperioden.

8.3.3 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

For å beregne finansieringsfordel til netto finansiell gjeld ser vi på differansen mellom netto finansielt gjeldskrav som ble beregnet i kapittel 7 og netto finansiell gjeldsrente, som vi multipliserer med netto finansiell gjeldsgrad. På lik linje som for finansieringsfordel finansiell gjeld, er det gunstig for eierne i selskapet å benytte seg av netto finansiell gjeld i det tilfelle gjeldskravet er større enn renten (Penman, 2013, s. 367). Finansieringsfordel netto finansiell gjeld beregnes med følgende formel:

$$\text{Finansieringsfordel} = (nfgk - nfggr) * nfgg$$

Vi kan dekomponere formelen for å finne nfggr og nfgg:

$$nfggr = \frac{NFK_t - NFI_t}{NFG_{t-1} + \frac{\Delta NFG_t - NFK_t + NFI_t}{2}} \quad nfgg = \frac{NFG_{t-1} + \frac{\Delta NFG_t - NFK_t + NFI_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

Beregning av finansieringsfordel netto finansiell gjeld fremgår i tabell 8.14:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Netto finansielt gjeldskrav	1,33 %	1,38 %	1,69 %	1,50 %	0,98 %	-8,32 %	1,52 %	-0,55 %
- Netto finansiell gjeldsrente	1,15 %	2,88 %	3,68 %	8,02 %	9,65 %	12,03 %	21,19 %	10,53 %
* Netto finansiell gjeldsgrad	0,195	0,331	0,256	0,128	0,104	0,049	0,038	0,122
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,03 %	-0,50 %	-0,51 %	-0,84 %	-0,90 %	-1,00 %	-0,75 %	-0,76 %

Tabell 8.14 - Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Betsson har over hele analyseperioden med unntak av 2016 en finansieringsulempe. Selskapet betaler en større netto lånerente enn kravet, noe som er en ulempe for eierne i selskapet. I 2016 hadde selskapet en liten finansieringsfordel. Gjennomsnittlig tidsvektet finansieringsulempe er totalt sett -0,76 %, hvor ulempen dermed er tilnærmet 0 og bekrefter vår forventning.

8.3.4 Finansieringsfordel oppsummert

Finansieringsfordel er som nevnt summen av finansieringsfordel til finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Selskapet har en finansieringsfordel dersom kravet er større enn renten, hvilket er gunstig for eierne. Beregningen er som følger:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,02 %	-0,51 %	-0,55 %	-0,89 %	-0,98 %	-0,79 %	-0,56 %	-0,71 %
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,01 %	0,01 %	0,03 %	0,05 %	0,08 %	-0,22 %	-0,19 %	-0,05 %
= Finansieringsfordel	0,03 %	-0,50 %	-0,51 %	-0,84 %	-0,90 %	-1,00 %	-0,75 %	-0,76 %

Tabell 8.15 - Finansieringsfordel oppsummert

Betsson har i analyseperioden hatt en finansieringsulempe, hvor kun 2016 utgjorde en finansieringsfordel. I 2020 og 2021 var finansieringsulempen størst. Dette tilsier at det ikke har vært fordelaktig for eierne å benytte netto finansiell gjeld. Utviklingen i finansieringsfordel har vært negativ gjennom hele analyseperioden, der finansielle eiendeler har skapt en lavere rentabilitet enn kravet de siste årene. Tidsvektet gjennomsnittlig finansieringsulempe gjennom analyseperioden er på -0,76 %.

8.4 Oppsummering strategisk fordel

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Bransjefordel	3,67 %	2,48 %	2,40 %	-1,42 %	-3,51 %	-1,74 %	-1,15 %	-0,82 %
+ Ressursfordel	15,16 %	10,87 %	15,41 %	10,78 %	17,44 %	16,05 %	15,44 %	15,01 %
= Strategisk fordel drift	18,83 %	13,35 %	17,81 %	9,36 %	13,93 %	14,31 %	14,28 %	14,19 %
+ Gearingfordel	3,66 %	4,41 %	4,55 %	1,20 %	1,45 %	0,71 %	0,55 %	1,81 %
= Driftsfordel	22,49 %	17,76 %	22,36 %	10,56 %	15,38 %	15,02 %	14,83 %	16,00 %
+ Finansieringsfordel	0,03 %	-0,50 %	-0,51 %	-0,84 %	-0,90 %	-1,00 %	-0,75 %	-0,76 %
= Strategisk fordel	22,53 %	17,26 %	21,84 %	9,72 %	14,48 %	14,01 %	14,08 %	15,24 %

Tabell 8.16 - Oppsummering av strategisk fordel

I den strategiske analysen i kapittel 4 konkluderte vi med at Betsson har hatt en stor strategisk fordel historisk sett. Som fremvist i tabell 8.16 har Betsson en stor strategisk fordel, og det synes å være klart at den strategiske analysen samsvarer med den kvantitative analysen.

I den strategiske analysen ble det konkludert med at bransjen har opplevd en negativ trend historisk sett som følge av større reguleringer og mer lovgivning knyttet til nettbasert gambling, som har ført til en bransjeulempe. Den strategiske lønnsomhetsanalysen kvantifiserte denne konklusjonen hvor siden 2018 har bransjen opplevd en strategisk ulempe, og historisk sett er det vektet gjennomsnittet på -0,82 %. Vi begrunnet bransjeulempen med høy konkurranse, lav kundelojalitet, økende reguleringer og avgifter. I tillegg har de komparative selskapene foretatt store investeringer knyttet til teknologi og strategiske oppkjøp i analyseperioden, som har påvirket driftsrentabiliteten til selskapene. Samlet sett har ovennevnte forhold resultert i en bransjeulempe.

Vi ser at utviklingen i bransjeulempen har vært mer positiv de siste to årene, og vi tror bransjeulempen vil styrke seg til en nøytral bransjefordel på kort sikt. Utviklingen begrunnes med større vekstutsikter, hvor eksempelvis USA og Canada nylig har legalisert nettbasert gambling i flere stater og provinser. Pandemien har akselerert den teknologiske utvikling, samt at flere utviklingsland har opplevd en stor digitaliseringsbølge. Vi tror dog at det vil være et stort fokus på oppkjøp i bransjen, men at de tyngste teknologiske investeringene er gjort for de største selskapene. Dette vil gjøre bransjeselskapene mindre avhengig av tredjeparter, noe

som igjen vil bedre driftsrentabiliteten. På lang sikt mener vi bransjen vil utvikle seg til å ha en liten bransjefordel. Denne utviklingen kommer først og fremst av det store vekstpotensialet, men også mer effektiv og kostnadssparende drift hos selskapene i bransjen. Flere markeder vil være mer regulerte fremover, men det forventes at markedene normaliserer seg mer, og av den grunn vil det bli mindre variasjon i reguleringene. Dette gir gamblingsselskaper mindre risiko og større forutsigbarhet når de opererer i ulike land.

Historisk sett har Betsson en stor ressursfordel, noe som samsvarer med den strategiske analysen i kapittel 4. Det er imidlertid viktig å poengtere at ressursfordelen kan være påvirket av målefeil i immaterielle eiendeler. I kapittel 4.3 begrunnes ressursfordelen med at Betsson ligger foran de komparative selskapene når det gjelder internutvikling, bransjeeerfaring og spillplattformer. Common-size analysen bekrefter disse konkurransefortrinnene, hvor Betsson i snitt har hatt 4 % lavere gamblingkostnader enn bransjen. Dessuten har tilstedeværelsen i Latin-Amerika vist seg å være svært verdifull for Betsson, da veksten i regionen har veid opp for tapt markedsandel i Nederland.

På kort sikt tror vi Betsson vil beholde den store ressursfordelen på basis av selskapets konkurransefortrinn knyttet til flere interne ressurser samt tiden det vil ta for konkurrenter å ta igjen slike fortrinn. For øvrig forventer vi at Betsson vil motta lisenser i Canada og Nederland i nær fremtid. Det er dog viktig å trekke frem at de fleste ressursene som skaper konkurransefortrinn for Betsson anses som imiterbare. I de seneste årsrapportene hos de komparative selskapene vektlegges det et stort fokus på investering knyttet til teknologi og internutvikling, samt satsing i fremvoksende markeder. På lang sikt mener vi således at bransjen vil utligne flere av konkurransefortrinnene til Betsson og redusere selskapets ressursfordel til liten.

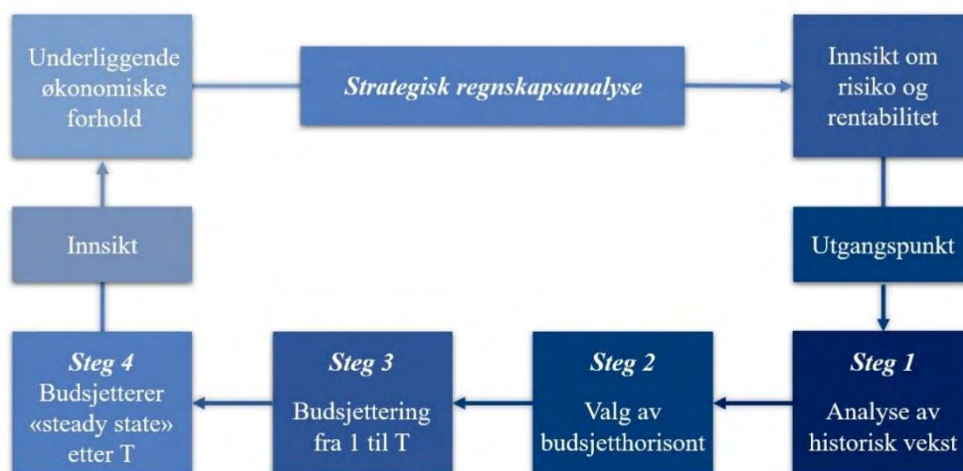
Av analysen i 8.2 fremkommer det at Betsson sin strategiske fordel i stor grad kan tilskrives ressursfordelen. I snitt har Betsson en netto driftsrentabilitet på 21,4 % over analyseperioden, mens bransjen har et gjennomsnitt på 6,4 %. Betsson hadde dessuten en lav og synkende gearingfordel i perioden, samt en marginalt negativ finansieringsfordel. I sum har dette resultert i en stor strategisk fordel på 15,24 % i analyseperioden. Den strategiske lønnsomhetsanalysen vil bli benyttet som grunnlag for videre utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidskrav.

9. Fremtidsregnskap

Vi vil i den neste delen av oppgaven utarbeide fremtidsregnskap og fremtidskrav for Betsson. Målet med fremtidsregnskapet er at det skal avbilde fremtidige økonomiske forhold på best mulig måte. Ved å foreta budsjettering av finansregnskapet basert på omgrupperte og justerte tall fra kapittel 5, kan vi utarbeide et fremtidsregnskap. Informasjonen vi har opparbeidet fra den strategiske analysen i kapittel 4, i tillegg til analyse av risiko og lønnsomhet i kapittel 6 og 8, legger grunnlaget for utarbeidelsen. Budsjetteringen foretas over en lengre periode frem til T, hvor årene etter T antas å være en periode med konstant vekst for selskapet. Videre vil vi også beregne fremtidig avkastningskrav med innsikt fra historiske krav fra kapittel 7.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet baseres på rammeverket som er presentert av Knivsflå, hvor vi vil utarbeide budsjettering, vekstanalyse og fremtidsregnskap basert på stegene i figuren nedenfor (Knivsflå, 2022):



Figur 9.1 - Rammeverk for fremtidsregnskap

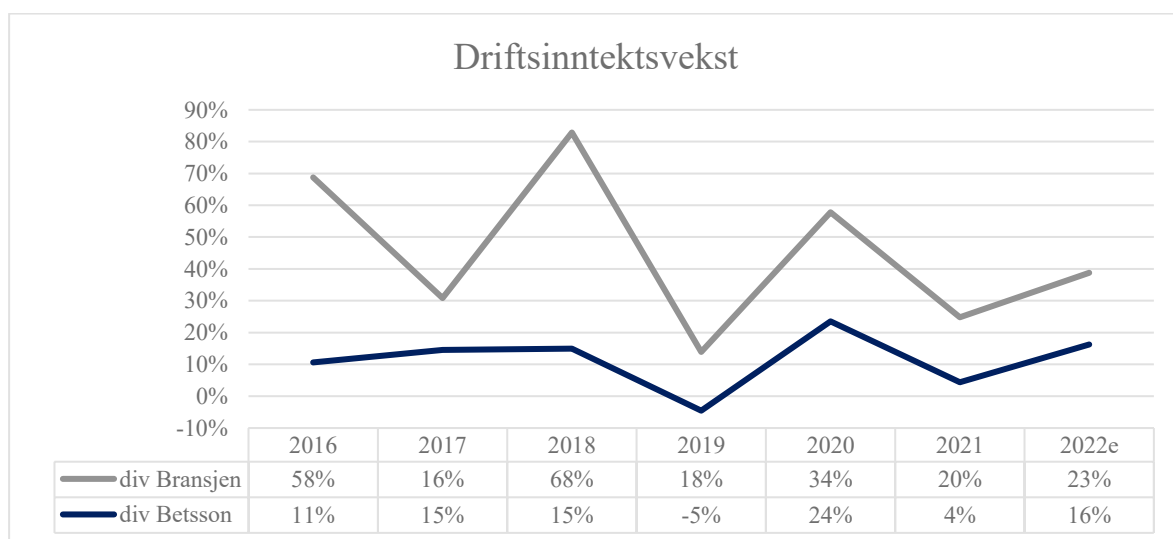
Utarbeidelse av fremtidsregnskapet vil foregå i fire steg, hvor vi først gjennomfører en vekstanalyse. Videre vil vi fastsette budsjetthorisonen i den hensikt å se på når budsjettdriverne går fra å variere til å være konstante (Knivsflå, F13, 2022, s. 11). I det tredje steget foretas budsjettering av driverne fra 2023 (1) til 2036 (T). Det siste steget budsjetteres på bakgrunn av at Betsson har oppnådd en konstant vekst som er gjeldende fra året etter budsjetteringshorisonen, altså T+1.

9.2 Vekstanalyse

Det er viktig å ha innsikt i historisk vekst når man skal budsjettere fremtidige regnskapstall. Vi vil derfor gjennomføre en vekstanalyse av de justert historiske tallene. Vekstanalysen deles i to typer kvantitative vekstanalyser; analyse av resultatvekst og kapitalvekst (Knivsflå, F13, 2022, s. 64). I tillegg vil vi kommentere veksten i verdensøkonomien.

9.2.1 Resultatvekst

Veksten i driftsinntektene (*div*) avgjør størrelsen på Betsson i fremtiden, og det er på mange måter den grunnleggende budsjettdriveren (Knivsflå, F13, 2022, s. 54). I tillegg er *div* gjerne mer forutsigbar enn resultatveksten. Blant annet fordi regnskapsfleksibilitet har mindre påvirkning på inntektene enn resultatet (Damodaran, 2012, s. 279). Historisk vekst brukes som en indikasjon på fremtidig vekst, men for å budsjettere fremtiden vil vi også supplere dette med strategisk analyse (Damodaran, 2012, s. 272). Veksten i driftsinntektene er beregnet år over år i henhold til året før.



Figur 9.2 - Vekst i driftsinntekt

Marketline estimerte at markedsverdien av det totale nettbaserte gambling markedet hadde en årlig vekst på 13,8 % fra 2016 til 2021 (Marketline, 2022). Tidsvektet gjennomsnitt er beregnet til 32 % for bransjen, og 12 % for Betsson. Dersom variansen i veksten hensyntas ser man at bransjen og Betsson hadde en varians på 0,043, og 0,008. Samlet sett betyr dette at bransjen har vokst mer enn Betsson i perioden og at bransjeveksten har variert mer over perioden. I tillegg har bransjen i snitt en vekstfordel relativt til Betsson på 20 %. Det synes å være klart at Betsson opererer i en vekstbransje, og selv om veksten varierer har den vært stabilt høy over analyseperioden. Den store veksten i perioden er drevet av et voksende marked som følge av

økt legalisering av nettbasert gambling, teknologisk utvikling og økt internetttilgang (Marketline, 2021). Det er viktig å merke seg at veksten i inntektene også drives av oppkjøp, da de store selskapene som utgjør bransjesnittet gjerne foretar opp til flere oppkjøp hvert år. Vi vil legge til at 2019 var et problematisk år for Betsson, hvor flere land gjorde diverse politiske endringer, som reflekteres i fallet i inntekter. I 2021 var veksten preget av karenstiden i Nederland, noe som førte til at selskapet mistet deler av inntektene sine. Veksten i 2022 er i stor grad drevet av det Latinamerikanske markedet.

9.2.2 Kapitalvekst

I tillegg til å analysere historisk vekst i driftsinntektene kan man også se på veksten i resultatet, men resultatveksten er ofte mer ustabil enn veksten i driftsinntektene. Resultatet er hovedgrunnen til kapitalvekst, og man kan dermed se på kapitalvekst fremfor resultatvekst, da den gjerne er mer stabil (Knivsflå, F13, 2022, s. 65). Vi fokuserer dermed på veksten i driftskapitalen ettersom vi ønsker å fremskrive driftsveksten. Normalisert netto driftsvekst kan beregnes på følgende måte (Knivsflå, F13, 2022, s. 69):

$$ndv = (1 - ndu) * ndr$$

Der:

ndu (utdelingsforhold) = $1 - (FKD/NDR)$, FKD = fri kontantstrøm fra drift,

NDR = netto driftsresultat, ndr = NDR/NDE , NDE = netto driftseiendeler

Det er to grunner til at et selskap kan vokse mer enn bransjen; når selskapet har en utdelingsfordel eller en organisk vekstfordel. Utdelingsfordel inntreffer i det tilfellet selskapet deler ut mindre enn bransjen eller henter mer penger enn bransjen. Organisk vekstfordel oppnås når lønnsomheten til selskapet er bedre enn lønnsomheten til bransjen (Knivsflå, F13, 2022, s. 70). Netto driftsvekst analyseres i detalj i tabellen under.

Netto driftsvekst	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	Snitt
Netto driftsvekst	19,7 %	8,9 %	0,7 %	0,8 %	8,7 %	1,1 %	17,3 %	7,1 %
- Netto driftsvekst (bransjen)	51,6 %	-1,5 %	8,9 %	9,5 %	14,3 %	6,2 %	6,7 %	10,7 %
= Vekstfordel ressurs	-32,0 %	10,4 %	-8,2 %	-8,7 %	-5,5 %	-5,1 %	10,6 %	-3,6 %
Utdelt vekstfordel	-150,2 %	11,6 %	-23,4 %	-23,6 %	-63,0 %	-20,1 %	-2,2 %	-31,0 %
+ Organisk vekstfordel	118,2 %	-1,2 %	15,2 %	14,9 %	57,5 %	15,0 %	12,8 %	27,4 %
= Vekstfordel selskap	-32,0 %	10,4 %	-8,2 %	-8,7 %	-5,5 %	-5,1 %	10,6 %	-3,6 %

Tabell 9.1 - Netto driftsvekst

Som man ser av tabell 9.1 har selskapet en vekstulempet relativt til bransjen, hvor vektet snitt er -3,6 %. Vekstfordel ressurs kan deles i utdelt vekstfordel og organisk vekstfordel. Den

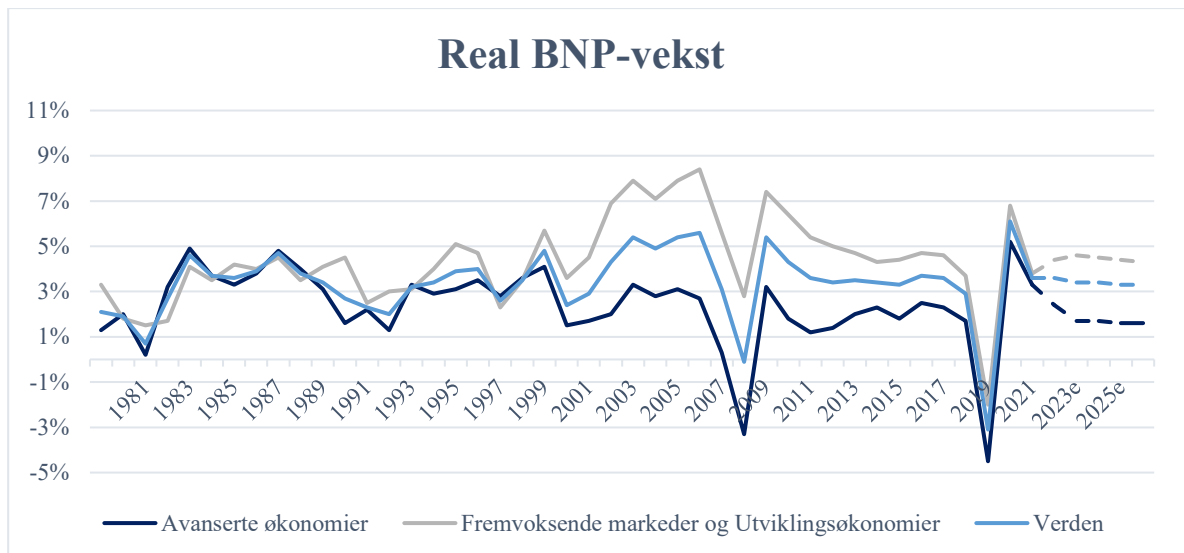
utdelte vekstfordelen er negativ, som tilsier at selskapet deler ut mer enn bransjen. I midlertidig kan man se at Betsson har en vekstfordel relativt til bransjen i 2017 og 2022, som er drevet av at de har en organisk vekstfordel relativt til bransjen. Betsson har en organisk vekstfordel i samtlige år, hvor vektet snitt er på 27,4 %.

Kapitalvekst kan være organisk eller tilført. Dersom veksten er tilført betyr det at utdelingsforholdet er negativt (Knivsflå, F13, 2022, s. 70). Utdelingsforholdet for bransjen er negativt, hvilket stemmer med det vi har påpekt tidligere, nemlig at veksten hos bransjeselskapene i stor grad kommer fra oppkjøp av andre selskaper. Det gjennomføres årlig oppkjøp av bransjeselskapene, men i noen år har det blitt gjennomført større oppkjøp som har påvirket bransjeregnskapet mer. Eksempelvis Entain sitt oppkjøp av Ladbrokes Coral Group PLC og Innopark Pte. Limited, og Flutter Entertainment sitt oppkjøp av The Star Group i 2019 (Racing Post, 2019) (Entain, 2022). Betsson er også aktive innenfor oppkjøp, men de kjøper gjerne mindre selskap som ikke påvirker regnskapet i like store grad. Samtidig kan selskapets omløpsfordel tyde på at de gjennomfører gode oppkjøp, og at de drar nytte av lave integrasjonskostnader.

Rentabiliteten til Betsson er større enn rentabiliteten i bransjen, noe som betyr at Betsson har en organisk vekstfordel. Dette kommer som følge av at Betsson har en bedre lønnsomhet enn bransjen, som ble beregnet og ytterligere diskutert i delkapittel 6.2.2. Gjennomgående for bransjen er at rentabiliteten er preget av store investeringer i oppkjøp og teknologi, som også reflekteres i gjeldsgraden.

9.2.3 Vekst i verdensøkonomien

Det er begrenset hvor mye de fleste selskap kan vokse på lang sikt, og en vanlig antakelse er at selskap ikke kan vokse mer enn økonomien i det lange løp, hvilket tilsier at veksten er tilbakevendende mot gjennomsnittet (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 165) (Knivsflå, F13, 2022, s. 37). På lang sikt avhenger økonomisk vekst av makroforhold som befolkningsvekst, teknologiske endringer og disponibel realinntekt. For å kunne predikere en rimelig langsiktig vekst ser vi derfor på veksten i verdensøkonomien og real BNP-vekst estimert av IMF, slik som i delkapittel 2.3.2.



Figur 9.3 - Real BNP-vekst: 1980 til 2027e (IMF, 2022b)

I grafen over har IMF delt opp utviklingen i avanserte økonomier, fremvoksende markeder og utviklingsøkonomier, og hele verden. Nettbasert gambling finnes i svært mange land innen de nevnte kategoriene. Det er derfor relevant å se på den økonomiske aktiviteten som en helhet. Som man ser av grafen har fremvoksende markeder og utviklingsøkonomiene i gjennomsnitt hatt høyere BNP-vekst enn de avanserte økonomiene over en lang periode. Det er også estimert at differansen vil opprettholdes i årene som kommer. I perioden 1980 til 2021 er gjennomsnittlig vekst for avanserte økonomier, utviklingsøkonomier og verdensøkonomien følgende: 2,33 %, 4,40 % og 3,37 % (IMF, 2022b).

Det er svært utfordrende å sette korrekt vekstrate i «steady state» grunnet den lange tidshorizonten, og det er mye usikkerhet relatert til estimatene. Vi mener dog at best mulig estimat er historisk gjennomsnittlig real BNP-vekst, for verden som en helhet, altså 3,37 %. Grunnen til dette er at Betsson er etablert i svært mange land innenfor de nevnte kategoriene. Dessuten forventer vi at selskapet vil ekspandere til flere land etter hvert som markedene legaliseres og reguleres. Grunnen til at vi baserer oss på et historisk gjennomsnitt er at vi antar at veksten i verdensøkonomien vil være tilbakevendende til gjennomsnittet.

I delkapittel 2.3.2 diskuterte vi inflasjon beregnet av IMF over samme periode. I perioden er gjennomsnittlig inflasjon for avanserte økonomier, utviklingsøkonomier og verdensøkonomien følgende: 2,26 %, 19,25 % og 8,38 % (IMF, 2022a). Inflasjonen er beregnet basert på en likevekt, som gjør at ekstremverdier vil påvirke verdiene i stor grad. Vi ønsker ikke å benytte et inflasjonsmål som er påvirket av ekstremverdier som hyperinflasjon,

og vi nytter derfor historisk inflasjon for avanserte økonomier. Samlet sett setter vi dermed langsiktig vekst til ~5,5 % (CentralBankNews, u.å.).

9.3 Praktiske valg

I kapittel 9.3 vil vi gjennomføre noen praktiske og nødvendige valg for å kunne estimere fremtidsregnskapet, som innebærer å fastsette budsjettthorisont, budsjettmodell og framskrivningsteknikk.

9.3.1 Budsjettthorisont

I dette delkapittelet vil vi begrunne valg av budsjettthorisont, som igjen vil legge grunnlaget for tallene i verdsettelsene. Det er utfordrende å sette en korrekt budsjettthorisont for Betsson da bransjen fortsatt opplever stor vekst, samt at det er flere markedsanalyser som estimerer at dette vil fortsette i flere år fremover.

For å sette en budsjettthorisont må man først vurdere hvorvidt selskapet venter på en avvikling eller om de vil drive videre uten en konkret slutt. I Betsson sitt tilfelle kan vi ikke se noen konkret slutt, og vi budsjetterer derfor to år inn i «steady state» (Knivsflå, F13, 2022, s. 8). «Steady state» er når selskapet har gått inn i en stabil utvikling. Dette inntreffer når vi har budsjettert alle endringer i budsjettdriverne i henhold til innsikten fra den strategiske regnskapsanalysen (Knivsflå, F13, 2022, s. 9).

Det må også vurderes hvor lang tid det er til «steady state» og kvaliteten på regnskapsføringen. Dette er en bransje som har mye vekst foran seg, da markedet fortsatt er lite utviklet i eksempelvis Latin-Amerika, USA, Asia-Stillehavet. Som beskrevet i kapittel 3, preges Betsson fortsatt av høy inntektsvekst samtidig som resultatene vokser. I tillegg til dette investerer fortsatt Betsson aktivt i oppkjøp og utvikling. I henhold til Damodaran sin modell vedrørende selskapers livssyklus plasserte vi Betsson innenfor høy vekst. Damodaran fremhever at verdien til selskapene i denne fasen fortsatt i stor grad kan knyttes til fremtidig vekst, og dette taler for en lengre analyseperiode (Damodaran, 2012, s. 645).

Det er viktig å vurdere kvaliteten på regnskapsføringen til selskapet. Som gjennomgått i kapittel 5.4 er Betsson sin rapportering av balanse og resultat mindre forklart enn ønskelig, og det er mange regnskapsposter som ikke defineres grundig. I tillegg antar vi at det foreligger målefeil innenfor immaterielle eiendeler. Budsjettthorisonten bør være lenger dersom det er

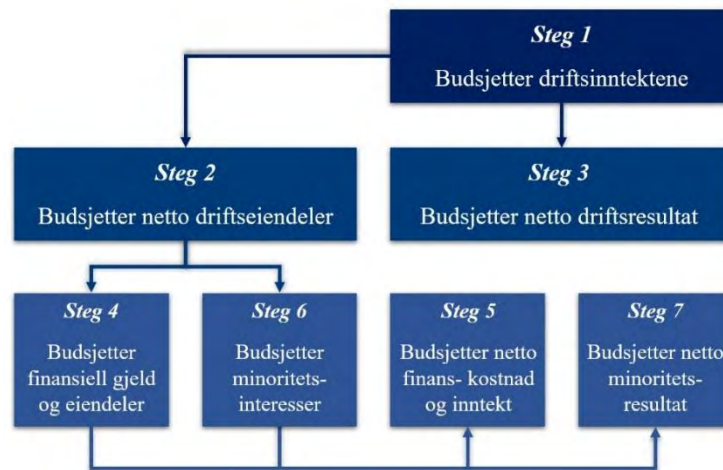
målefeil, og vi mener derfor at regnskapsføringen til Betsson taler for en lenger tidshorison (Knivsflå, F13, 2022, s. 12).

Koller, Goedhart og Wessels (2020) anbefaler å benytte en periode på 10 til 15 år, hvor man kan benytte en lengre periode dersom selskapet har stor vekst (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 260). På en annen side kan man argumentere for at en kort budsjettthorison er fordelaktig, da budsjettering blir mer usikkert desto lengre frem i tid man estimerer. Dette er fordi det er vanskelig å forutse hvordan verden og bransjen vil være i fremtiden, men det synes å være klart at Betsson ikke går inn i «steady state» på kort sikt. På bakgrunn av diskusjonen over velger vi en lengre budsjettthorison på 14 år. Hvilket betyr at budsjettert periode blir fra 2023 til 2036, noe som betyr at 2036 markerer overgangen til konstant vekst i år T. Dermed får vi følgende definisjon av perioder: $T = 2036$, $T+1 = 2037$ og $T+2 = 2038$.

9.3.2 Budsjettmodell og budsjett drivere

For å sette opp fremtidsregnskapet må man velge budsjettmodell. Her tar man stilling til detaljnivå på budsjetteringen, og dermed hvordan rammeverket for videre budsjettering ser ut. I henhold til rammeverket fra Knivsflå kan budsjetteringen enten gjøres på et fokusert- eller detaljert nivå (Knivsflå, F13, 2022, s. 18). Hva som er hensiktsmessig, avhenger av tidshorisonen. Generelt kan man si at usikkerhet gjør at det kan være bedre å fokusere på de viktigste budsjettdriverne (Knivsflå, F13, 2022, s. 15). I vårt tilfelle har vi valgt en lang tidshorison, og det vil dermed være mer usikkerhet knyttet til estimatene. Vi har valgt å budsjettere på et mer fokusert nivå, da det vil være vanskelig å ha gode estimater på hver enkelt kostnadspost på lang sikt. Resultatet av denne vurderingen er tre budsjett drivere i driftsbudsjettet; veksten i driftsinntekten, netto driftsmargin og onde.

Når det kommer til finansbudsjett, finnes det to metoder i henhold til Knivsflå sitt rammeverk. Den første metoden går ut på at man lar kapitalstrukturen konvergere mot verdibaserte målvekter i «steady state». Den andre metoden går ut på at man lager et fullstendig finansbudsjett (Knivsflå, F13, 2022, s. 24). Normalvektene vil variere fra bransje til bransje, og vi mener at finansbudsjettet vil bli mer presist dersom vi lager et fullstendig finansresultat. Det vil selvfølgelig være usikkerhet knyttet til våre estimater, men vi anser dette som den beste metoden. Metoden innebærer at vi budsjetterer finansiell gjeld og eiendeler, samt finanskostnad og finansinntekt. Vi ser derimot bort fra minoritetsinteresser, da dette historisk sett har utgjort en ubetydelig del av total kapitalen. Samlet sett vil dermed budsjetteringen skje ved hjelp av totalt syv budsjett drivere.



Figur 9.4 - Rammeverk for budsjettering (Knivsflå, F13, 2022)

9.3.3 Framskrivningsteknikk og håndtering av usikkerhet

Det neste praktiske valget som må foretas er framskrivningsteknikk for framskrivning av budsjettdriverne, samt hvordan vi håndterer usikkerhet i budsjettet.

Utgangspunktet for fremtidsbudsjettering er historisk utvikling er de relevante budsjettdriverne (Knivsflå, F13, 2022, s. 34). I den strategiske lønnsomhetssanalysen har vi analysert historikken og fått en formening om hvordan utviklingen vil være de neste årene. Målet med budsjettering er å gjøre et så presist estimat som mulig. Det er enklere å ha en mer presis formening i de første årene, men etter hvert som man kommer lenger frem i tid vil det være større usikkerhet knyttet til estimatene. På lang sikt vil budsjett drivere trekkes mot gjennomsnittet i bransjen eller i økonomien, noe som tilsier at driftsinntektsveksten vil konvergere mot økonomisk vekst, og at netto driftsmargin vil trekke mot gjennomsnittet i bransjen. Dette er fordi det er vanskelig å opprettholde en marginfordel, da konkurrentene omsider vil innhente konkurransefortrinnene som skaper fordelene (Knivsflå, F13, 2022, s. 37). Det må dog presiseres at historisk gjennomsnitt eventuelt kan overstyres av innsiktene fra strategisk lønnsomhetsanalyse (Knivsflå, F13, 2022, s. 38).

Usikkerheten i estimatene kan bli håndtert på to måter. Den første måten er å budsjettere forventet utvikling gjennom å lage kun ett budsjett. Her hensyntar man usikkerhet gjennom å være kritisk til budsjett drivere, og analysere usikkerheten gjennom simulerings- og sensitivitetsanalyse. Den andre metoden er scenariobudsjettering der man eksempelvis setter opp tre scenarioer, og deler scenarioene inn i hva som er forventet, optimistisk og pessimistisk (Knivsflå, F13, 2022, s. 43). Vi har valgt å benytte den første metoden, da vi anser denne som mer grundig. Videre i oppgaven vil vi dermed kun budsjettere forventet utvikling.

Usikkerheten knyttet til estimatet vil bli analysert videre gjennom simulerings- og sensitivitetsanalyser i kapittel 11.6.

9.4 Budsjettering av driftsmessige budsjett drivere

Som nevnt i delkapittel 9.3.2 har vi valgt å budsjettere på et fokusert nivå. I dette kapitlet budsjetteres derfor driftsinntekter, netto driftseiendeler og netto driftsresultat. Budsjett driverne for vekst og lønnsomhet er drevet av selskapets ressurser, og det er således essensielt å ha god innsikt i selskapet og bransjen (Penman, 2013, s. 505). Innsiktene vi har fått gjennom tidligere analyser vil derfor bli benyttet i dette kapitlet for å kunne predikere fremtiden på best mulig måte.

9.4.1 Driftsinntekter

Første steg av budsjetteringen er å predikere driftsinntektene (Penman, 2013, s. 520). For å budsjettere driftsinntektene må vi estimere driftsinntektsveksten (*div*). Driftsinntektene beregnes på følgende måte (Penman, 2013, s. 514):

$$Driftsinntekt_t = (1 + Driftsinntektsvekst_t) * Driftsinntekt_{t-1}$$

I henhold til Knivsflå sitt rammeverk kan man budsjettere tre budsjett punkt: 1, M og T. En vanlig antakelse er at utviklingen mellom punktene vil være lineær (Knivsflå, F13, 2022, s. 72). Vi benytter fem budsjett punkter: 2023 (1), 2024 (2), 2025 (3), 2030 (M) og 2036 (T).

En metode for å estimere *div* det første året (1) er å estimere veksten indirekte gjennom framskrivning av onde. Argumentet for å benytte onde er at utviklingen i onde er mer stabil enn utviklingen i driftsinntektene (Knivsflå, F13, 2022, s. 75). Damodaran forklarer at balansene til selskaper med høy vekst gjerne ikke reflekterer fremtiden på en god måte, da fremtidig vekst på mange måter er utelukket fra balansen (Damodaran, 2012, s. 271). Når vi benytter onde for å fremskrive veksten for 2023 blir *div* 5,35 % i 2023. Denne veksten anses ikke som representativ gitt at store deler av veksten i 2022 kan tilskrives fotball VM.

Når vi predikerer videre vekst vil vi også hensynta at Marketline estimerer at markedet skal vokse med 10,1 % i året frem til 2026, og at Grand View Research estimerer at markedet vil vokse 11,7 % årlig frem til 2030 (Marketline, 2022)(GVC, 2022). Marketline har også estimert at årlig vekst i markedet var 13,8 % fra 2016 til 2021. I samme periode var gjennomsnittlig *div* for Betsson og bransjen 10,6 % og 35,9 % per år. Følgelig har Betsson vokst mindre enn markedet, mens bransjesnittet har vokst mer. Videre estimerer Marketline en samlet

markedsvekst på 11,5 % i 2023 (Marketline, 2022). Det må presiseres at dette inkluderer hele verden, og at Betsson ikke opererer i alle verdens markeder.

Vekstutsiktene ble diskutert i kapittel 4.6, men vi ønsker likevel å trekke frem noen forhold i dette kapitlet. Betsson har økt sin tilstedeværelse i Latin-Amerika de siste årene, og vi forventer at dette markedet vil ha god vekst i perioden fremover da det er et lite utviklet marked. Videre er det flere land som er på vei til å bli regulert, hvilket gir nye potensielle markeder som Betsson kan etablere seg i (Betsson, 2022). I 2020 og 2021 utgjorde Vest Europa ~30 % og ~20 % av driftsinntektene til Betsson (Betsson 2021) (Betsson, 2022). Det prosentvise fallet fra 2020 til 2021 tyder på at Nederland hadde en stor innvirkning på samlet driftsinntekt. Som nevnt i kapittel 4.6, forventer vi at Betsson mottar lisenser i Canada og Nederland i nær fremtid. Det er uklart hvor raskt Betsson kaprer markedsandeler i disse markedene, men både Canada og Nederland er store markeder, og vi forventer at dette vil styrke *div* i 2023.

Et annet forhold som virker inn på veksten er oppkjøp. Betsson sin solide lønnsomhet og likviditet gjør at de er i stand til å gjennomføre strategiske oppkjøp. Dette bekreftes av deres oppkjøpshistorikk, hvor de gjennomfører opp til flere oppkjøp hvert år (Betsson, 2022d). Betsson har ikke gitt noen indikasjon på at de vil endre denne strategien, og vi forventer at dette vil bidra til videre vekst i perioden fremover.

På bakgrunn av ovennevnte diskusjon og tidligere analyser mener vi at veksten i 2023 vil være lav gitt at *div* i 2022 vokser mye som følger av VM. Vi tror endog at Betsson vil klare å vokse noe fra 2022 til 2023 da de fortsetter å ekspandere i Latin-Amerika og USA, samt at det er overveiende sannsynlig at de mottar lisenser i Nederland og Canada i nær fremtid. Samlet sett budsjetteres derfor *div* til 2 % i 2023. Det budsjetteres videre med at *div* i 2024 er 8%. Dette begrunnes med ytterligere vekst i nye markeder i Latin-Amerika, USA, Canada og Nederland.

Vi har ikke identifisert noen forhold som gjør at vi har forutsetninger for å estimere *div* i 2030 (M). I tillegg er det vanskeligere for et selskap å opprettholde den prosentviseveksten etter hvert som det blir større (Damodaran, 2012, s. 279). Vi antar derfor at veksten fra 2024 (2) til 2036 (T) vil trekke lineært mot langsiktig økonomiskvekst, som er satt til 5,5 %, jf. delkapittel 9.2.3. Dette gjør at estimert *div* beveger seg ~2 % lavere enn Marketline sitt estimat frem til 2026. Budsjettert *div* vurderes som rimelig da Betsson i snitt var ~2,4 % under Marketline sin predikerte markedsvekst fra 2016 til 2021, samt at Betsson ikke er opererer i alle verdens markeder.

Driftsinntekter (MSEK)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekter	7 832	8 459	9 128	9 844	10 606	11 420	12 286	13 207
Vekst år over år	1,0 %	8,0 %	7,9 %	7,8 %	7,8 %	7,7 %	7,6 %	7,5 %

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Driftsinntekter	14 154	15 121	16 104	17 097	18 094	19 089	20 139	21 247
Vekst år over år	7,2 %	6,8 %	6,5 %	6,2 %	5,8 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %

Tabell 9.2 - Utvikling i driftsinntekter, Betsson

9.4.2 Netto driftseiendeler

Neste steg av budsjetteringen er å estimere fremtidige netto driftseiendeler. I henhold til Knivsfå sitt rammeverk kan netto driftseiendeler budsjetteres på følgende måte (Knivsfå, F14, 2022, s. 15):

$$NDE_{t-1} = DI_t / onde_t \qquad \qquad \qquad onde_t = DI_t / NDE_{t-1}$$

I budsjetteringen beregnes *onde* basert på inngående kapital, da vi antar at kontantstrømmene blir realisert per 31.12 i budsjetteringen og verdivurderingen. For å finne netto driftseiendeler har vi først budsjettert fremtidig *onde* for bransjen, deretter har vi budsjettert omløpsfordelen til Betsson (Knivsfå, F14, 2022, s. 16).

I delkapittel 8.2.2 fant vi at historisk tidsvektet gjennomsnittlig *onde* for Betsson og bransjen var 1,24 og 0,76, hvilket gjør at Betsson historisk sett har hatt en omløpsfordel relativt til bransjen. Dette skyldes i stor grad at bransjen, forholdsmessig, har høyere balanseførte immaterielle eiendeler enn Betsson. En vanlig antakelse er at *onde* vil bevege seg mot bransjesnittet over tid (Penman, 2013, s. 507). *Onde* for bransjen har vært relativt stabilt fra 2017 til 2022, men vi mener imidlertid at tidsvektet gjennomsnitt ikke er et godt estimat på *onde* i «steady state». Som nevnt tidligere tror vi ikke at Betsson vil ha en vedvarende omløpsfordel på lang sikt, men ettersom målefeil virker inn på *onde* reduseres bransjesnittet sin relevans. Derfor foretar vi en skjønsmessig beregning hvor *onde* i «steady state» settes til 0,9, som tilsier at *onde* i «steady state» er justert opp fra bransjesnittet. Videre har vi ingen konkret formening om hvordan *onde* vil utvikle seg på kort sikt, og vi anser lineær utvikling som beste prognose. Dermed budsjetterer vi med at Betsson sitt *onde* vil bevege seg lineært mot 0,9 i budsjettpunkt T. Beregningen av netto driftseiendeler følger i tabell 9.3:

Netto driftseiendeler (MSEK)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekter (t+1)	8 459	9 128	9 844	10 606	11 420	12 286	13 207	14 154
/ Onde (t+1)	1,27	1,23	1,19	1,14	1,10	1,06	1,02	1,00
= NDE _t	6 646	7 421	8 290	9 266	10 363	11 599	12 993	14 196

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Driftsinntekter (t+1)	15 121	16 104	17 097	18 094	19 089	20 139	21 247	22 415
/ Onde (t+1)	0,98	0,96	0,94	0,92	0,90	0,90	0,90	0,90
= NDE _t	15 467	16 806	18 211	19 680	21 210	22 377	23 607	24 906

Tabell 9.3 - Budsjetterte netto driftseiendeler, Betsson

9.4.3 Netto driftsresultat

Siste steg i budsjettering av driftsmessige budsjett drivere er å budsjettere netto driftsresultat. Netto driftsresultat kan beregnes på følgende måte (Penman, 2013, s. 514):

$$\text{Netto driftsresultat} = \text{driftsinntekter} * \text{netto driftsmargin}$$

Ettersom vi allerede har estimert driftsinntektene i delkapittel 9.4.1, må vi dermed estimere netto driftsmargin for å finne netto driftsresultat. I henhold til Knivsflå sitt rammeverk kan netto driftsmargin i «steady state» beregnes med formelen under (Knivsflå, F14, 2022, s. 26):

$$\text{ndm}_T = \frac{\text{netto driftskrav}_T + \text{strategisk fordel}_T}{\text{onde}_T}$$

I den strategiske analysen i kapittel 4 konkluderte vi med at den strategiske fordel vil være moderat på lang sikt. Når vi hensyntar den strategiske analysen og beregner i henhold til metoden over, får vi en netto driftsmargin på ~11,1 % i 2036 (T). På basis av tidligere analyser synes det å være rimelig at netto driftsmargin vil være fallende mot «steady state». På mellomlang sikt vil flere og flere markeder bli regulerte, og de operasjonelle gamblingkostnadene for Betsson vil øke som følge av dette, hvilket også ble identifisert som en trend i common size analysen. Betsson opererer per nå i flere regulerte markeder, men også i markeder som er på vei til å bli regulerte. I de uregulerte markedene opererer Betsson under offshore lisenser. Det betyr at selskapet opererer i flere land under én lisens. Når landene krever lokale lisenser, vil dette øke total lisensavgift og driftsskatt for selskapet, hvilket øker kostnadene.

Som nevnt i den strategiske analysen i kapittel 4 tror vi at de komparative selskapene vil ta igjen Betsson sin teknologiske fordel på mellomlang sikt. I tillegg vil bransjeselskapene redusere systemproblemer og avhengighet av tredjeparter etter hvert som de egenutviklede systemene forbedres. Dette taler for at bransjesnittet vil øke driftsmarginen. Samtidig vil også

bransjeselskapene bli påvirket av økte lisensavgifter, men vi tror likevel at bransjesnittet vil forbedre marginene i perioden fremover, da kostnadene til tredjeparter overstiger lisenskostnadene. Vi anser dermed ikke bransjen sitt historisk snitt som et godt estimat på driftsmarginen i «steady state». Samlet sett tror vi at marginene i «steady state» vil være lavere enn Betsson sitt historiske snitt, men høyere enn bransjen, noe som stemmer med beregningen.

I 2020 og 2021 var Betsson sin netto driftsmargin 16,7 % og 16,6 %, men vi har estimert at den faller til 15,8 % i 2022. Hovedgrunnen til dette er karenstiden i Nederland (Betsson, 2022). Som nevnt tror vi at Betsson vil motta lisens i Nederland i nær fremtid. Tilstedeværelse i Nederland vil løfte marginene, men marginene vil bli redusert noe i forhold til tidligere. Dette grunnes i at de må betale lisensavgifter i Nederland. Før opererte de under offshore lisens, og de betalte dermed ingen lisensavgift. Dette påvirker operasjonelle gamblingkostnader som påvirker marginen, men vi tror likevel at marginen vil forbedres. Det er imidlertid viktig å tenke på at Betsson har mistet markedsandel til andre aktører, da eksempelvis Kindred allerede har lisens. Vi tror derfor at marginene vil påvirkes marginalt positivt av Nederland i 2023, men at marginene vil øke mer i 2024 og 2025 på grunn av økt markedsandel.

Som spesifisert i kapittel 4.6, observerer Betsson kontinuerlig mulighetene for å vokse i markeder som er regulert eller som er på vei til å bli regulerte. Dette inkluderer blant annet USA, Canada og Latin-Amerika. Betsson har en skalerbar forretningsmodell, hvor plattformen deres kan implementeres under nye merkevarer med relativt lave integrasjonskostnader. Vi tror av den grunn at marginene vil være sterke på kort sikt til tross for stor vekst. På bakgrunn av ovennevnte diskusjon setter vi netto driftsmargin til 16 % i 2023, og 16,5 % i 2024 og 2025. Vi budsjetterer deretter med en lineær nedgang mot 11,1 % fra 2025 til 2036 (T). Netto driftsresultat er beregnet i tabellen under:

Driftsresultat	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekter	7 832	8 459	9 128	9 844	10 606	11 420	12 286	13 207
* Netto driftsmargin	16,0 %	16,5 %	16,5 %	16,0 %	15,5 %	15,0 %	14,5 %	14,0 %
= Netto driftsresultat	1 253	1 396	1 506	1 576	1 646	1 716	1 786	1 855

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Driftsinntekter	14 154	15 121	16 104	17 097	18 094	19 089	20 139	21 247
* Netto driftsmargin	13,6 %	13,1 %	12,6 %	12,1 %	11,6 %	11,1 %	11,1 %	11,1 %
= Netto driftsresultat	1 918	1 975	2 025	2 066	2 097	2 119	2 235	2 358

Tabell 9.4 - Budsjettert netto driftsresultat

9.5 Budsjettering av finansposter

I kommende kapittel budsjetteres finanspostene. For å kunne gjøre dette dekomponerer vi finanspostene. Netto finansiell gjeld dekomponeres gjennom å budsjettere finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Netto finansresultat dekomponeres gjennom å budsjettere netto finanskostnad og netto finansinntekter.

9.5.1 Netto finansiell gjeld

For å budsjettere netto finansiell gjeld budsjetteres finansiell gjeld og finansielle eiendeler separat. En generell prognose er at netto finansiell gjeld for et selskap vil konvergere mot netto finansiell gjeld for bransjen i «steady state» (Knivsflå, F14, 2022, s. 48).

Finansiell gjeld

For å finne den budsjetterte finansielle gjelden vil vi benytte budsjettdriveren finansiell gjeldsdel, samt budsjettert netto driftseiendeler fra kapittel 9.4. Formelen for budsjettert finansiell gjeld er som følger (Knivsflå, F14, 2022, s. 50):

$$FG_t = fgd_t * \text{Netto driftseiendeler}_t$$

Betsson har over analyseperioden redusert sin finansielle gjeldsdel fra 30 % til 21 %, mens bransjen har hatt motsatt utvikling med en økning fra 12 % til 37 %. Økningen hos bransjen kan tilskrives store investeringer i teknologi og oppkjøp. Basert på et vektet gjennomsnitt har den nettbaserte gamblingbransjen en historisk finansiell gjeldsdel på 31 %, mens for Betsson er gjennomsnittet 21 %. Vi forutsetter at Betsson vil konvergere mot bransjen på lang sikt, mens bransjen vil redusere sin gjeldsdel som følge av mindre investeringer. Av den grunn benyttes en gjeldsdel som ligger mellom historisk snitt for Betsson og bransjen, på 27 %. Følgelig predikerer vi at Betsson og bransjen vil konvergere mot en finansiell gjeldsdel på 27 % i «steady state». Mellom 2023 (1) og 2036 (T) antas det at utviklingen er lineær. Beregningen av budsjettert finansiell gjeld fremvises i tabell 9.5:

Finansiell gjeld	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler	6 646	7 421	8 290	9 266	10 363	11 599	12 993	14 196
* Finansiell gjeldsdel	21,43 %	21,86 %	22,29 %	22,71 %	23,14 %	23,57 %	24,00 %	24,43 %
= Finansiell gjeld	1 424	1 622	1 848	2 105	2 398	2 734	3 118	3 468

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Netto driftseiendeler	15 467	16 806	18 211	19 680	21 210	22 377	23 607	24 906
* Finansiell gjeldsdel	24,86 %	25,29 %	25,71 %	26,14 %	26,57 %	27 %	27 %	27 %
= Finansiell gjeld	3 845	4 249	4 683	5 145	5 636	6 042	6 374	6 725

Tabell 9.5 - Budsjettert finansiell gjeld

Finansielle eiendeler

Budsjettdriveren for budsjettering av finansielle eiendeler er fremskrevet finansiell eiendelsdel (*fed*). Netto driftseiendeler nyttes for å beregne finansielle eiendeler. Formelen for utregning av budsjetterte finansielle eiendeler er som følger (Knivsflå, F14, 2022, s. 52):

$$FE_t = fed_t * Netto\ driftseiendeler_t$$

Finansiell eiendelsdel antas på lang sikt å konvergere mot en optimal finansiell eiendelsdel. Over analyseperioden hadde Betsson en finansiell eiendelsdel på 12 %, og dette har økt som følge av selskapets oppbygning av kontanter de siste årene. Til sammenligning hadde bransjen en historisk vektet gjennomsnittlig finansiell eiendelsdel på 8 %. Et vanlig nivå for selskaper er å ha en finansiell eiendelsdel på nærmere 20 %, men estimatet antas å være for høyt og kan gi insentiv til suboptimal selskapsstyring (Knivsflå, F14, 2022, s. 52). Vi anser bransjesnittet på 8 % som et godt estimat på finansiell eiendelsdel i «steady state». Betsson sin finansielle eiendelsdel er derfor beregnet til å konvergere lineært mot bransjesnittet i «steady state». Beregningen av finansielle eiendeler er fremvist i tabellen under:

Finansielle eiendeler	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler	6 646	7 421	8 290	9 266	10 363	11 599	12 993	14 196
* Finansiell eiendelsdel	16,36 %	15,71 %	15,07 %	14,43 %	13,79 %	13,14 %	12,50 %	11,86 %
= Finansielle eiendeler	1 087	1 166	1 249	1 337	1 429	1 524	1 624	1 683

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Netto driftseiendeler	15 467	16 806	18 211	19 680	21 210	22 377	23 607	24 906
* Finansiell eiendelsdel	11,21 %	10,57 %	9,93 %	9,29 %	8,64 %	8 %	8 %	8 %
= Finansielle eiendeler	1 734	1 777	1 808	1 827	1 833	1 790	1 889	1 992

Tabell 9.6 - Budsjetterte finansielle eiendeler

Netto finansiell gjeld

Etter beregningene av finansiell gjeld og finansielle eiendeler, kan vi nå estimere netto finansiell gjeld over budsjettperioden:

Netto finansiell gjeld	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell gjeld	1 424	1 622	1 848	2 105	2 398	2 734	3 118	3 468
– Finansielle eiendeler	1 087	1 166	1 249	1 337	1 429	1 524	1 624	1 683
= Netto finansiell gjeld	337	456	598	768	970	1 210	1 494	1 785

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Finansiell gjeld	3 845	4 249	4 683	5 145	5 636	6 042	6 374	6 725
– Finansielle eiendeler	1 734	1 777	1 808	1 827	1 833	1 790	1 889	1 992
= Netto finansiell gjeld	2 110	2 473	2 875	3 317	3 803	4 252	4 485	4 732

Tabell 9.7 - Budsjetterte netto finansiell gjeld

9.5.2 Netto finansiell gjeldskostnad

Netto finansiell gjeldskostnad budsjetteres gjennom å dekomponere posten i netto finanskostnad og netto finansinntekter, hvor disse fremskrives separat. I forrige delkapittel ble det beregnet budsjettert finansiell gjeld og finansielle eiendeler, samt finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel. Nevnte beregninger legger grunnlaget for å kunne beregne netto finanskostnad og netto finansinntekter.

Netto finanskostnad

For å budsjettere netto finanskostnad benyttes følgende formel (Knivsflå, F14, 2022, s. 54):

$$NFK_t = fgr_t * FG_{t-1}$$

Historisk sett har Betsson en gjennomsnittlig finansiell gjeldsulempe på -0,76 %. Dette skyldes høyere gjeldsrenter de siste fire årene samtidig som gjeldskravet har blitt redusert. Vi antar dog at kapitalmarkedene er velfungerende og at netto finansiell gjeld er balanseført til tilnærmet virkelig verdi. Denne antakelsen tilsier at en finansieringsfordel eller ulempe ikke vil være signifikant over tid (Knivsflå, F15, 2022, s. 55). Vi antar derfor at finansiell gjeldsrente vil være likt finansielt gjeldskrav, og vi vil dermed budsjettere netto finanskostnader basert på finansielt gjeldskrav som estimert i delkapittel 10.2.1. Budsjettering av netto finanskostnad er fremvist i tabell 9.8:

Netto rentekostnad	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell gjeld (t-1)	1 404	1 424	1 622	1 848	2 105	2 398	2 734	3 118
* Finansiell gjeldskrav	2,38 %	2,42 %	2,46 %	2,50 %	2,54 %	2,58 %	2,62 %	2,65 %
= Netto finanskostnader	33	35	40	46	53	62	72	83

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Finansiell gjeld (t-1)	3 468	3 845	4 249	4 683	5 145	5 636	6 042	6 374
* Finansiell gjeldskrav	2,69 %	2,73 %	2,77 %	2,81 %	2,85 %	2,88 %	2,88 %	2,88 %
= Netto finanskostnader	93	105	118	131	146	163	174	184

Tabell 9.8 - Budsjettert netto finanskostnader

Netto finansinntekter

For å budsjettere netto finansinntekter benyttes følgende formel (Knivsflå, F14, 2022, s. 61):

$$NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$$

I kapittel 8 fant vi at Betsson i snitt hadde en marginal finansiell eiendelsulempe på -0,05 %. På lik linje med netto finanskostnader er verdien ikke av signifikant verdi, og vi forutsetter at verdien er tilnærmet lik null i fremtiden. De samme forutsetningene for

budsjettering av *fgr* antas å gjelde for budsjettering av finansiell eiendelsrentabilitet, hvor vi setter *fer* likt kravet. Budsjettering av netto finansinntekter er fremvist i tabell 9.9:

Netto finansinntekter	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansielle eiendeler (t-1)	1 125	1 087	1 166	1 249	1 337	1 429	1 524	1 624
* Finansiell eiendelsrentabilitet	1,32 %	1,27 %	1,21 %	1,16 %	1,10 %	1,04 %	0,99 %	0,93 %
= Netto finansinntekter	15	14	14	14	15	15	15	15

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Finansielle eiendeler (t-1)	1 683	1 734	1 777	1 808	1 827	1 833	1 790	1 889
* Finansiell eiendelsrentabilitet	0,87 %	0,81 %	0,75 %	0,70 %	0,64 %	0,58 %	0,58 %	0,58 %
= Netto finansinntekter	15	14	13	13	12	11	10	11

Tabell 9.9 - Budsjetterte netto finansinntekter

Netto finansiell gjeldskostnad

Etter beregning av netto finansinntekter og netto finanskostnader, kan vi nå estimere budsjetterte netto finansresultat for Betsson over hele budsjettperioden. Beregningen er som følger:

Netto finansresultat	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto finansinntekter	15	14	14	14	15	15	15	15
- Netto finanskostnader	33	35	40	46	53	62	72	83
= Netto finansresultat	-19	-21	-26	-32	-39	-47	-56	-68

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Netto finansinntekter	15	14	13	13	12	11	10	11
- Netto finanskostnader	93	105	118	131	146	163	174	184
= Netto finansresultat	-79	-91	-104	-119	-135	-152	-164	-173

Tabell 9.10 - Budsjetterte netto finansiell gjeldskostnad

9.6 Fremtidsregnskap og fri kontantstrøm

Videre vil beregningene fra kapittel 9.4 og 9.5 benyttes til å utarbeide et fremtidsregnskap for Betsson. Dette består av resultatregnskap, balanse og fri kontantstrøm. Fremtidsregnskapet vil benyttes videre i den fundamentale verdsettelsen.

9.6.1 Fremtidig resultatregnskap

Tabellen under fremviser utarbeidet fremtidig resultatregnskap. Utbytte er beregnet som en residual.

Resultatregnskap (MSEK)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekter	7 832	8 459	9 128	9 844	10 606	11 420	12 286	13 207
Netto driftsresultat	1 253	1 396	1 506	1 576	1 646	1 716	1 786	1 855
+ Netto finansinntekter	15	14	14	14	15	15	15	15
= Netto resultat til sysselsatt kapital	1 268	1 410	1 520	1 590	1 661	1 731	1 801	1 870
- Netto finanskostnad	33	35	40	46	53	62	72	83
= Fullstendig netto resultat	1 235	1 375	1 480	1 544	1 607	1 669	1 729	1 787
- Utbytte	1 289	719	753	738	712	673	620	875
= Endring i egenkapital	-55	656	727	806	895	996	1 110	912

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Driftsinntekter	14 154	15 121	16 104	17 097	18 094	19 089	20 139	21 247
Netto driftsresultat	1 918	1 975	2 025	2 066	2 097	2 119	2 235	2 358
+ Netto finansinntekter	15	14	13	13	12	11	10	11
= Netto resultat til sysselsatt kapital	1 933	1 989	2 038	2 078	2 109	2 130	2 246	2 369
- Netto finanskostnad	93	105	118	131	146	163	174	184
= Fullstendig netto resultat	1 840	1 884	1 920	1 947	1 962	1 967	2 072	2 185
- Utbytte	894	908	917	920	918	1 249	1 075	1 134
= Endring i egenkapital	946	976	1 003	1 026	1 045	718	997	1 052

Tabell 9.11 - Fremtidig resultatregnskap, Betsson

9.6.2 Fremtidsbalanse

Ved beregningen av fremtidsbalansen har egenkapitalen blitt estimert som en residual. Fremtidsbalansen for budsjettperioden følger i tabellene under.

Balanse - sysselsatt kapital (MSEK)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler	6 646	7 421	8 290	9 266	10 363	11 599	12 993	14 196
+ Finansielle eiendeler	1 087	1 166	1 249	1 337	1 429	1 524	1 624	1 683
= Sysselsatte eiendeler	7 733	8 587	9 540	10 603	11 792	13 124	14 618	15 879
Egenkapital	6 308	6 965	7 692	8 498	9 394	10 390	11 499	12 411
+ Finansiell gjeld	1 424	1 622	1 848	2 105	2 398	2 734	3 118	3 468
= Sysselsatt kapital	7 733	8 587	9 540	10 603	11 792	13 124	14 618	15 879

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Netto driftseiendeler	15 467	16 806	18 211	19 680	21 210	22 377	23 607	24 906
+ Finansielle eiendeler	1 734	1 777	1 808	1 827	1 833	1 790	1 889	1 992
= Sysselsatte eiendeler	17 201	18 582	20 019	21 507	23 043	24 167	25 496	26 898
Egenkapital	13 357	14 333	15 336	16 362	17 407	18 125	19 122	20 174
+ Finansiell gjeld	3 845	4 249	4 683	5 145	5 636	6 042	6 374	6 725
= Sysselsatt kapital	17 201	18 582	20 019	21 507	23 043	24 167	25 496	26 898

Tabell 9.12 - Fremtidsbalanse - sysselsatt kapital, Betsson

Balanse - netto driftskapital (MSEK)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler	6 646	7 421	8 290	9 266	10 363	11 599	12 993	14 196
Egenkapital	6 308	6 965	7 692	8 498	9 394	10 390	11 499	12 411
Netto finansiell gjeld	337	456	598	768	970	1 210	1 494	1 785
Netto driftskapital	6 646	7 421	8 290	9 266	10 363	11 599	12 993	14 196

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Netto driftseiendeler	15 467	16 806	18 211	19 680	21 210	22 377	23 607	24 906
Egenkapital	13 357	14 333	15 336	16 362	17 407	18 125	19 122	20 174
Netto finansiell gjeld	2 110	2 473	2 875	3 317	3 803	4 252	4 485	4 732
Netto driftskapital	15 467	16 806	18 211	19 680	21 210	22 377	23 607	24 906

Tabell 9.13 - Fremtidsbalanse - netto driftskapital, Betsson

9.6.3 Fremtidig fri kontantstrøm

Fremtidig fri kontantstrøm beregnes basert på utarbeidet fremtidsresultat og fremtidsbalanse.

Fri kontantstrøm til drift, sysselsatt kapital og egenkapital fremvises i tabell 9.14:

Fri kontantstrøm (MSEK)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftsresultat	1253	1396	1506	1576	1646	1716	1786	1855
- Endring netto driftseiendeler	-112	775	869	976	1097	1236	1394	1202
= Fri kontantstrøm fra drift	1365	620	637	600	549	480	392	653
+ Netto finansinntekt	15	14	14	14	15	15	15	15
- Endring i finansielle eiendeler	77	79	83	88	92	96	100	59
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	1303	555	568	527	472	399	307	609
- Netto finanskostnad	33	35	40	46	53	62	72	83
+ Endring i finansiell gjeld	20	198	226	257	294	336	384	349
= Fri kontantstrøm til egenkapital	1289	719	753	738	712	673	620	875

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Netto driftsresultat	1918	1975	2025	2066	2097	2119	2235	2358
- Endring netto driftseiendeler	1271	1339	1405	1469	1530	1167	1231	1298
= Fri kontantstrøm fra drift	647	636	620	596	567	952	1005	1060
+ Netto finansinntekt	15	14	13	13	12	11	10	11
- Endring i finansielle eiendeler	51	42	31	19	6	-43	98	104
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	611	608	601	590	573	1006	917	967
- Netto finanskostnad	93	105	118	131	146	163	174	184
+ Endring i finansiell gjeld	377	405	433	462	491	406	332	351
= Fri kontantstrøm til egenkapital	894	908	917	920	918	1249	1075	1134

Tabell 9.14 – Fremtidig fri kontantstrøm, Betsson

10. Fremtidskrav og strategisk fordel

Vi vil i dette kapittelet estimere ulike fremtidskrav med innsikt fra de historiske kravene som ble beregnet i kapittel 7. For å beregne nåverdien av fremtidige kontantstrømmer, vil fremtidskrav benyttes som neddiskonteringsrente. Fremgangsmåten for beregning av kravene er i stor grad lik mellom kapittel 7 og 10, og av den grunn vil teorigrunnlaget og fremgangsmåten tilsvare kapittel 7. Vekting av fremtidskrav vil være ulikt fra historiske krav, hvor kravene vektet med inngående kapital istedenfor gjennomsnittlig kapital. Kravene vil som følge av dette ikke være konstante før i 2037 (T+1). I kapittel 11 vil vi i den fundamentale verdsettelsen konvergere kravene slik at fremtidskravene blir verdibaserte krav. Det vil gi oss mulighet til å beregne det endelige verdiestimatet gjennom verdibaserte vekter. Avslutningsvis i dette kapittelet vil vi gjennomføre en analyse av den strategiske fordelene i fremtiden basert på fremtidsregnskapet.

10.1 Krav til egenkapital og netto finansiell gjeld

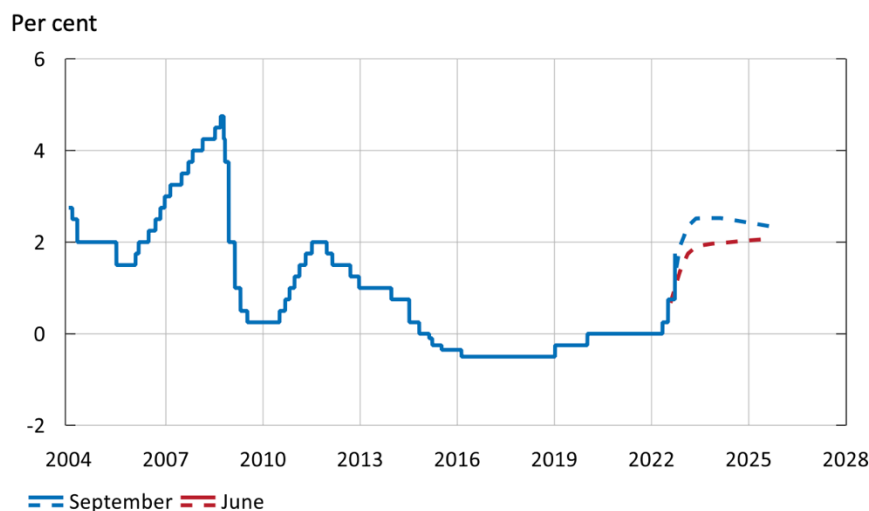
Avkastningskravet til egenkapitalen består av komponentene risikofri rente, markedsrisikopremie og egenkapitalbeta (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 315). Kapitalverdimodellen vil benyttes for å estimere fremtidig egenkapitalkrav. Vi vil legge til en risikopremie knyttet til politisk risiko, som ble presentert og diskutert i kapittel 7. De ulike komponentene gjennomgås videre i delkapitlene, hvor nærmere beskrivelse av teori er presentert i kapittel 7.

10.1.1 Risikofri rente

I kapittel 7 ble den svenske 10-års statsobligasjonsrenten benyttet som grunnlag for risikofri rente, renten vil også benyttes for fremtidskravene. Risikofri rente vil være tilbakevendende til gjennomsnittet på lang sikt (Knivsflå, F13, 2022, s. 33). Verdensøkonomien har de siste årene vært preget av store variasjoner, og den svenske renten har vært på et historisk bunnivå. Med Knivsflå (2022) sin forutsetning antas det at renten vil reverseres mot den historiske gjennomsnittsrenten. Av den grunn vil vi benytte et historisk gjennomsnitt av den svenske 10-års obligasjonsrenten for å predikere fremtidig risikofri rente, som stemmer med Damodaran (2012) sine praktiske implikasjoner om risikofri rente (Damodaran, 2012, s. 155).

Styringsrenten i Sverige har vært på et stabilt lavt nivå de seneste årene, men i 2022 har blant annet en høy inflasjon rundt om i verden resultert i en oppgang i styringsrenten. Sveriges Riksbank prognoserer at styringsrenten i Sverige vil øke til et nivå på nærmere 2,5 % frem til

2025 etter å ha vært på et historisk bunnivå over lengre tid (Sveriges Riksbank, 2022). Nevnte utvikling fremvises i figuren under:



Figur 10.1 - Utvikling i den svenske styringsrenten (Sveriges Riksbank, 2022)

Historisk gjennomsnittrente på svensk 10-års statsobligasjon er 2,9 % basert på tall fra 1997 frem til 2022, og vil representere risikofri rente i år T. Den svenske 10-års statsobligasjonsrente har økt gjennom 2022, hvor gjennomsnittlig rente for oktober 2022 ligger på 2,27 %. Vi forutsetter at denne renten vil være lik i 2023, og renten vil videre ha en lineær utvikling frem til år T. Vi trekker fra kredittrisikopremie for å finne risikofri rente før skatt. Det forutsettes at den svenske stat har en syntetisk rating på AAA jf. delkapittel 7.2.1, noe som tilsier en langsiktig kredittrisikopremie på 0,4 %. Videre vil vi trekke fra skatt for å få risikofri rente etter skatt, som gir et optimalt bilde på fremtidskravet. De siste årene har skattesatsen i Sverige vært 20,6 %, og vi forutsetter at denne vil være lik over hele budsjetteringsperioden. Beregning av risikofri rente er fremvist i tabellen nedenfor:

Risikofri rente	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risikofri rente	2,27 %	2,32 %	2,37 %	2,42 %	2,46 %	2,51 %	2,56 %	2,61 %
– Kredittrisikopremie	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %
= Risikofri rente før skatt	1,87 %	1,92 %	1,97 %	2,02 %	2,06 %	2,11 %	2,16 %	2,21 %
* (1-skatt)	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79
= Risikofri rente etter skatt	1,48 %	1,52 %	1,56 %	1,60 %	1,64 %	1,68 %	1,72 %	1,75 %

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Risikofri rente	2,66 %	2,71 %	2,75 %	2,80 %	2,85 %	2,90 %	2,90 %	2,90 %
– Kredittrisikopremie	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %
= Risikofri rente før skatt	2,26 %	2,31 %	2,35 %	2,40 %	2,45 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %
* (1-skatt)	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79
= Risikofri rente etter skatt	1,79 %	1,83 %	1,87 %	1,91 %	1,95 %	1,98 %	1,98 %	1,98 %

Tabell 10.1 - Fremtidig risikofri rente

10.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er utfordrende å estimere i fremtiden grunnet usikkerhet i utvikling av markedet og investorers adferd mot finansiell risiko. Det beste estimatet på markedets risikopremie vil være dagens nivå, og vi forutsetter at risikopremie etter skatt vil være konstant (Knivsflå, F15, 2022, s. 42). I delkapittel 7.2.2 estimerte vi markedsrisikopremien i 2022 til å være 5,78 % basert på markedsrapporten til PwC Sverige. Vi velger å benytte dette estimatet på markedsrisikopremien for hele budsjettperioden som følge av stor usikkerhet i fremtidig estimering av risikopremien.

10.1.3 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen må beregnes for hvert år som følge av at betaen ikke er konstant over en lengre periode. For å beregne egenkapitalbeta over budsjettperioden vil vi ta utgangspunkt i netto driftsbeta, som antas å være konstant fremover i tid etter Modigliani-Miller proposisjon 1 (Knivsflå, F15, 2022, s. 72). Årlig netto driftsbeta ble i kapittel 7 estimert til å være 0,762. Vi setter følgende netto driftsbeta lik 0,762 over hele budsjettperioden. Budsjettert netto finansiell gjeldsbeta som ble beregnet i delkapittel 10.2.3 blir benyttet i beregningen. Fremskrevet egenkapitalbeta over budsjettperioden er som følger:

Egenkapitalbeta	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Beta NDK	0,762	0,762	0,762	0,762	0,762	0,762	0,762	0,762
– Beta NFG * (NFG/NDK)	-0,014	-0,013	-0,013	-0,012	-0,011	-0,010	-0,009	-0,008
* (NDK/EK)	1,053	1,065	1,078	1,090	1,103	1,116	1,130	1,144
= Egenkapitalbeta	0,818	0,827	0,835	0,844	0,853	0,862	0,872	0,882

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Beta NDK	0,762	0,762	0,762	0,762	0,762	0,762	0,762	0,762
– Beta NFG * (NFG/NDK)	-0,008	-0,007	-0,006	-0,006	-0,005	-0,004	-0,004	-0,004
* (NDK/EK)	1,158	1,173	1,187	1,203	1,218	1,235	1,235	1,235
= Egenkapitalbeta	0,892	0,902	0,913	0,924	0,935	0,947	0,947	0,947

Tabell 10.2 - Fremtidig egenkapitalbeta

10.1.4 Andre risikopremier

I delkapittel 7.2.3 ble det estimert en ekstra risikopremie for politisk risiko på 2 %. Det forventes at politisk risiko i det nettbaserte gamblingmarkedet ikke vil dempes i fremtiden som følge av flere fremvoksende markeder og mer fokus på regulering i ulike land. Til tross for at vi tror politisk forhold vil stabilisere noe, vil det fortsatt være flere usikkerhetsmomenter som selskapene må forholde seg til. På bakgrunn av nevnte forutsettes det at en ekstra risikopremie på 2 % vil være konstant over hele budsjettperioden. Risikopremien er i stor grad basert på skjønn, og i kapittel 11.6 vil vi av den grunn gjennomføre en sensitivitetsanalyse og simuleringanalyse som inkluderer annen risikopremie som en stokastisk variabel.

10.1.5 Avkastningskrav til egenkapital

Etter å ha estimert de ulike komponentene i kapitalverdimodellen over hele budsjettperioden, kan vi videre estimere det fremtidige avkastningskravet til egenkapitalen. Egenkapitalkravene fremvises i følgende tabell:

Avkastningskrav egenkapital	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risikofri rente etter skatt	1,48 %	1,52 %	1,56 %	1,60 %	1,64 %	1,68 %	1,72 %	1,75 %
+ Egenkapitalbeta	0,818	0,827	0,835	0,844	0,853	0,862	0,872	0,882
* Markedsrisikopremie	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %
+ Andre risikopremier	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
= Egenkapitalkrav	8,21 %	8,30 %	8,39 %	8,48 %	8,57 %	8,66 %	8,75 %	8,85 %

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Risikofri rente etter skatt	1,79 %	1,83 %	1,87 %	1,91 %	1,95 %	1,98 %	1,98 %	1,98 %
+ Egenkapitalbeta	0,892	0,902	0,913	0,924	0,935	0,947	0,947	0,947
* Markedsrisikopremie	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %
+ Andre risikopremier	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
= Egenkapitalkrav	8,94 %	9,04 %	9,14 %	9,24 %	9,35 %	9,45 %	9,45 %	9,45 %

Tabell 10.3 - Fremtidig avkastningskrav på egenkapital

10.2 Finansielle krav

For å estimere WACC må vi beregne fremtidskrav knyttet til netto finansiell gjeld. Netto finansielt gjelds krav finner vi ved å beregne fremtidig avkastningskrav til finansiell gjeld og fremtidig avkastningskrav til finansielle eiendeler. I delkapittel 10.1.3 ble egenkapitalbeta estimert ved hjelp av netto finansiell driftsbeta, og vi vil her estimere netto finansiell gjeldsbeta for hvert år i budsjettperioden.

10.2.1 Avkastningskrav til finansiell gjeld

Risikofri rente og kredittrisikopremie for finansiell gjeld benyttes i beregning av avkastningskrav til finansiell gjeld. I delkapittel 10.1.1 estimerte vi risikofri rente for budsjettperioden, og den vil nyttes i kommende beregning. Kredittrisikopremien for finansiell gjeld baseres på syntetisk rating.

I kapittel 6 ble det estimert en syntetisk rating for hvert år for Betsson, og vi vil følgende gjennomføre en slik rating fremover i tid for samme nøkkeltall som i kapittel 6. Dette er likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet.

Utarbeidelse av fremtidsregnskapet er ikke detaljert nok til å beregne *likviditetsgrad 1* direkte. Av den grunn forutsetter vi at nøkkeltallet vil bevege seg lineært mot bransjesnittet fra den historiske analysen.

Rentedekningsgraden er avhengig av gjeldskravet som estimeres med en kredittrisikopremie basert på den syntetiske ratingen. Matematisk sett skaper dette endogenitet i beregningen. For å løse problemet setter vi rentedekningsgraden i 2023 lik tidsvektet gjennomsnitt. Deretter settes rentedekningsgraden lik beregnet rentedekningsgrad i året før, som vil si at rentedekningsgraden i 2024 settes lik beregnet rentedekningsgrad i 2023.

Egenkapitalandel beregnes i forhold til totalkapitalen. Totalkapitalen er ikke beregnet da fremtidsregnskapet er budsjettert på et fokusert nivå (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 215). Historisk sett har sysselsatt kapital utgjort 77 % av totalkapitalen. For å beregne totalkapitalen antar vi at sysselsatt kapital vil utgjøre omtrent 77 % av totalkapitalen i fremtiden.

Netto driftsrentabiliteten beregnes ved å dividere netto driftsresultat på inngående netto driftseiendeler.

Estimering av syntetisk rating over budsjettperioden for de ulike nøkkeltallene er som følger:

Syntetisk rating	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Likviditetsgrad	1,31	1,28	1,24	1,21	1,17	1,14	1,11	1,07
Rating	BBB	BBB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Rentedekningsgrad	27,60	37,87	40,85	38,08	34,43	31,08	28,01	25,18
Rating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Egenkapitalprosent	63 %	62 %	62 %	62 %	61 %	61 %	61 %	60 %
Rating	A	A	A	A	A	A	A	A
Netto driftsrentabilitet	18,5 %	21,0 %	20,3 %	19,0 %	17,8 %	16,6 %	15,4 %	14,3 %
Rating	A	AA	AA	A	A	A	A	A
Gjennomsnittsrating	A	AA	A	A	A	A	A	A

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Likviditetsgrad 1	1,04	1,01	0,97	0,94	0,90	0,87	0,87	0,87
Rating	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Rentedekningsgrad	22,60	20,71	18,95	17,32	15,81	14,40	14,40	14,40
Rating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Egenkapitalprosent	60 %	59 %	59 %	59 %	58 %	58 %	58 %	58 %
Rating	A	A	A	A	A	A	A	A
Netto driftsrentabilitet	13,5 %	12,8 %	12,0 %	11,3 %	10,7 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
Rating	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB
Gjennomsnittsrating	A	A	A	A	A	A	A	A

Tabell 10.4 - Syntetisk rating over budsjettperioden

Av tabellen ser vi at den gjennomsnittlige syntetiske rating er A for samtlige år utenom 2024. Ratingen kan benyttes videre for å estimere avkastningskrav til finansiell gjeld over budsjettperioden. Vi tillegger fremtidig risikofri rente etter skatt en kredittrisikopremie basert på den syntetiske rating. Estimering av avkastningskrav til finansiell gjeld er fremstilt i tabell 10.5:

Finansiell gjeldskrav	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Syntetisk rating	A	AA	A	A	A	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	1,48 %	1,52 %	1,56 %	1,60 %	1,64 %	1,68 %	1,72 %	1,75 %
+ Kredittrisikopremie	0,009	0,006	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
= Finansiell gjeldskrav	2,38 %	2,12 %	2,46 %	2,50 %	2,54 %	2,58 %	2,62 %	2,65 %

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	1,79 %	1,83 %	1,87 %	1,91 %	1,95 %	1,98 %	1,98 %	1,98 %
+ Kredittrisikopremie	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
= Finansiell gjeldskrav	2,69 %	2,73 %	2,77 %	2,81 %	2,85 %	2,88 %	2,88 %	2,88 %

Tabell 10.5 - Fremtidig finansiell gjeldskrav

Tabellen viser at finansielt gjeldskrav har en jevn økning over hele budsjettperioden og ligger på 2,88 % i «steady state». Den jevne økningen i risikofri rente etter skatt er hoved grunnen til at finansielt gjeldskrav har en økning frem til «steady state». Vi kan videre beregne finansiell gjeldsbeta, der markedsrisikodel holdes lik som i den historiske analyseperioden, og markedets risikopremie er lik fremtidig konstant markedsrisikopremie som diskutert i delkapittel 10.1.2. Beregning av finansiell gjeldsbeta er fremvist i tabell 10.6:

Finansiell gjeldsbeta	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kredittrisikopremie	0,009	0,006	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
* Markedsrisikodel	0,039	0,039	0,039	0,039	0,039	0,039	0,039	0,039
/ Markedsrisikopremie	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %
= Finansiell gjeldsbeta	0,006	0,004	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Kredittrisikopremie	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
* Markedsrisikodel	0,039	0,039	0,039	0,039	0,039	0,039	0,039	0,039
/ Markedsrisikopremie	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %	5,78 %
= Finansiell gjeldsbeta	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006

Tabell 10.6 - Fremtidig finansiell gjeldsbeta

10.2.2 Avkastningskrav til finansielle eiendeler

I kapittel 7 splittet vi finansielle eiendeler i kontanter, fordringer og investeringer hvor vi beregnet krav til hver av eiendelene basert på vekting. I fremtidsregnskapet har vi allerede fremskrevet finansielle eiendeler. Vi forutsetter at finansielle eiendeler vil konvergere tilbake til vektet gjennomsnitt fra den historiske perioden. Av den grunn vekter vi de ulike kravene på gjennomsnittlige historisk andel av finansielle eiendeler over hele budsjettperioden. Vi setter kravene og vektingen lik i 2023 som i 2022, og forutsetter en lineær utvikling frem til «steady state». Kravene til kontanter, fordringer og investeringer er beregnet på samme måte som i kapittel 7. Beregning av finansielt eiendelskrav er fremvist i tabell 10.7:

Finansiell eiendelskrav	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kontantkrav	0,77 %	0,71 %	0,66 %	0,61 %	0,56 %	0,50 %	0,45 %	0,40 %
* Kontantvekt	0,905	0,906	0,908	0,910	0,911	0,913	0,915	0,916
+ Fordringskrav	1,77 %	1,71 %	1,66 %	1,61 %	1,56 %	1,50 %	1,45 %	1,40 %
* Fordringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ Investeringskrav	6,62 %	6,63 %	6,65 %	6,67 %	6,68 %	6,70 %	6,72 %	6,73 %
* Investeringsvekt	0,095	0,094	0,092	0,090	0,089	0,087	0,086	0,084
= Finansielt eiendelskrav	1,32 %	1,27 %	1,21 %	1,16 %	1,10 %	1,04 %	0,99 %	0,93 %

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Kontantkrav	0,34 %	0,29 %	0,24 %	0,19 %	0,13 %	0,08 %	0,08 %	0,08 %
* Kontantvekt	0,918	0,919	0,921	0,923	0,924	0,926	0,926	0,926
+ Fordringskrav	1,34 %	1,29 %	1,24 %	1,19 %	1,13 %	1,08 %	1,08 %	1,08 %
* Fordringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ Investeringskrav	6,75 %	6,76 %	6,78 %	6,80 %	6,81 %	6,83 %	6,83 %	6,83 %
* Investeringsvekt	0,082	0,081	0,079	0,077	0,076	0,074	0,074	0,074
= Finansielt eiendelskrav	0,87 %	0,81 %	0,75 %	0,70 %	0,64 %	0,58 %	0,58 %	0,58 %

Tabell 10.7 - Fremtidig finansielt eiendelskrav

Av tabell 10.7 ser vi at finansielt eiendelskrav vil vende tilbake til 0,58 %, som var gjennomsnittlig avkastningskrav i den historiske perioden. I mangel av spesifikasjon knyttet til fordringer i regnskapet til Betsson, har vi ikke klart å identifisere finansielle fordringer. Av den grunn forutsetter vi at Betsson ikke vil ha finansielle fordringer i budsjetteringsperioden, noe som gir en fordringsvekt lik null.

Videre vil vi kunne beregne fremtidig finansiell eiendelsbeta. Vi benytter budsjetterte vekter, og forutsetter like forutsetninger til beta for kontanter, fordringer og investeringer. Markedsrisikodel anses som konstant over hele budsjettperioden, på samme nivå som i den historiske perioden. Markedsrisikopremie er satt konstant lik premien for 2022 etter diskusjon i delkapittel 10.1.2, hvilket gir et konstant fordringskrav over hele budsjettperioden. Beregning av finansielt eiendelsbeta er som følger:

Finansiell eiendelsbeta	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontantvekt	0,905	0,906	0,908	0,910	0,911	0,913	0,915	0,916
+ Fordringsbeta	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
* Fordringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,095	0,094	0,092	0,090	0,089	0,087	0,086	0,084
= Finansiell eiendelsbeta	0,095	0,094	0,092	0,090	0,089	0,087	0,086	0,084

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontantvekt	0,918	0,919	0,921	0,923	0,924	0,926	0,926	0,926
+ Fordringsbeta	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
* Fordringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,082	0,081	0,079	0,077	0,076	0,074	0,074	0,074
= Finansiell eiendelsbeta	0,082	0,081	0,079	0,077	0,076	0,074	0,074	0,074

Tabell 10.8 - Fremtidig finansiell eiendelsbeta

10.2.3 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Ved å vekte krav til finansiell gjeld og krav til finansielle eiendeler kan vi beregne fremtidig avkastningskrav til netto finansiell gjeld. Vi veker budsjettert finansiell gjeld mot budsjettert netto finansiell gjeld for fremtiden, samt budsjetterte finansielle eiendeler mot budsjettert netto finansiell gjeld. Det er lik fremgangsmetode for beta til netto finansiell gjeld. Beregning av fremtidig avkastningskrav til netto finansiell gjeld er som følger:

Krav til netto finansiell gjeld	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell gjeldskrav	2,38 %	2,12 %	2,46 %	2,50 %	2,54 %	2,58 %	2,62 %	2,65 %
* FG/NFG	4,225	3,558	3,089	2,741	2,473	2,260	2,087	1,943
– Finansiell eiendelskrav	1,32 %	1,27 %	1,21 %	1,16 %	1,10 %	1,04 %	0,99 %	0,93 %
* FE/NFG	3,225	2,558	2,089	1,741	1,473	1,260	1,087	0,943
= Netto finansiell gjeldskrav	5,80 %	4,31 %	5,07 %	4,84 %	4,66 %	4,51 %	4,39 %	4,28 %

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Finansiell gjeldskrav	2,69 %	2,73 %	2,77 %	2,81 %	2,85 %	2,88 %	2,88 %	2,88 %
* FG/NFG	1,822	1,718	1,629	1,551	1,482	1,421	1,421	1,421
– Finansiell eiendelskrav	0,87 %	0,81 %	0,75 %	0,70 %	0,64 %	0,58 %	0,58 %	0,58 %
* FE/NFG	0,822	0,718	0,629	0,551	0,482	0,421	0,421	0,421
= Netto finansiell gjeldskrav	4,19 %	4,11 %	4,04 %	3,97 %	3,91 %	3,85 %	3,85 %	3,85 %

Tabell 10.9 - Fremtidig netto finansiell gjeldskrav

Tabell 10.9 viser utviklingen i avkastningskravet til netto finansiell gjeld, hvor kravet øker fra den historiske perioden til 5,8 % i år 1 av budsjettperioden. Deretter faller kravet over budsjettperioden til 3,85 % i «steady state». Den store økningen i år 1 skyldes større finansielt gjeldskrav som følge av økt risikofri rente etter skatt som diskutert i delkapittel 10.1.1. Utviklingen i vektene, samt økt finansielt gjeldskrav over budsjettperioden og redusert finansielt eiendelskrav gjør at netto finansielt gjeldskrav reduseres frem til «steady state».

Videre ser vi i tabell 10.10 at netto finansiell gjeldsbeta øker fra -0,282 til -0,023 i «steady state».

Netto finansiell gjeldsbeta	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell gjeldsbeta	0,006	0,004	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
* Finansiell gjeldsvekt	4,225	3,558	3,089	2,741	2,473	2,260	2,087	1,943
– Finansiell eiendelsbeta	0,095	0,094	0,092	0,090	0,089	0,087	0,086	0,084
* Finansiell eiendelsvekt	3,225	2,558	2,089	1,741	1,473	1,260	1,087	0,943
= Netto finansiell gjeldsbeta	-0,282	-0,225	-0,174	-0,141	-0,116	-0,096	-0,080	-0,067

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Finansiell gjeldsbeta	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
* Finansiell gjeldsvekt	1,822	1,718	1,629	1,551	1,482	1,421	1,421	1,421
– Finansiell eiendelsbeta	0,082	0,081	0,079	0,077	0,076	0,074	0,074	0,074
* Finansiell eiendelsvekt	0,822	0,718	0,629	0,551	0,482	0,421	0,421	0,421
= Netto finansiell gjeldsbeta	-0,057	-0,048	-0,040	-0,033	-0,028	-0,023	-0,023	-0,023

Tabell 10.10 - Fremtidig netto finansiell gjeldsbeta

10.3 Selskapskrav

Videre i utredningen benyttes to mål på selskapskapital; sysselsatt kapital og netto driftskapital. Ved å vekte finansieringskilder knyttet til forventet avkastning og verdi, kan vi estimere selskapskrav over budsjettperioden. Avkastningskrav til sysselsatt kapital estimeres med egenkapitalkrav og finansielt gjeldskrav. Beregningene er fremstilt i tabell 10.11:

Krav til sysselsatt kapital	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalkrav	8,21 %	8,30 %	8,39 %	8,48 %	8,57 %	8,66 %	8,75 %	8,85 %
* EK/SSK	0,816	0,811	0,806	0,801	0,797	0,792	0,787	0,782
+ Finansielt gjeldkrav	2,38 %	2,12 %	2,46 %	2,50 %	2,54 %	2,58 %	2,62 %	2,65 %
* FG/SSK	0,184	0,189	0,194	0,199	0,203	0,208	0,213	0,218
= Krav til sysselsatt kapital	7,14 %	7,13 %	7,24 %	7,29 %	7,34 %	7,39 %	7,44 %	7,49 %

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Egenkapitalkrav	8,94 %	9,04 %	9,14 %	9,24 %	9,35 %	9,45 %	9,45 %	9,45 %
* EK/SSK	0,776	0,771	0,766	0,761	0,755	0,750	0,750	0,750
+ Finansielt gjeldkrav	2,69 %	2,73 %	2,77 %	2,81 %	2,85 %	2,88 %	2,88 %	2,88 %
* FG/SSK	0,224	0,229	0,234	0,239	0,245	0,250	0,250	0,250
= Krav til sysselsatt kapital	7,55 %	7,60 %	7,65 %	7,70 %	7,76 %	7,81 %	7,81 %	7,81 %

Tabell 10.11 - Fremtidig krav til sysselsatt kapital

Av tabellen ser vi en økning i avkastningskravet til sysselsatt kapital fra 7,14 % til 7,81 % i «steady state». Dette skyldes en økning i både egenkapitalkrav og finansielt gjeldskrav over hele budsjettperioden.

Videre kan vi beregne netto driftskrav ved å vekte avkastningskravet til egenkapital og avkastningskravet til netto finansiell gjeld. Beregningene er fremstilt i tabell 10.12:

Krav til netto driftskapital	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalkrav	8,21 %	8,30 %	8,39 %	8,48 %	8,57 %	8,66 %	8,75 %	8,85 %
* EK/NDK	0,949	0,939	0,928	0,917	0,906	0,896	0,885	0,874
+ Netto finansielt gjeldskrav	5,80 %	4,31 %	5,07 %	4,84 %	4,66 %	4,51 %	4,39 %	4,28 %
* NFG/NDK	0,051	0,061	0,072	0,083	0,094	0,104	0,115	0,126
= Netto driftskrav	8,09 %	8,06 %	8,15 %	8,17 %	8,20 %	8,23 %	8,25 %	8,27 %

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Egenkapitalkrav	8,94 %	9,04 %	9,14 %	9,24 %	9,35 %	9,45 %	9,45 %	9,45 %
* EK/NDK	0,864	0,853	0,842	0,831	0,821	0,810	0,810	0,810
+ Netto finansielt gjeldskrav	4,19 %	4,11 %	4,04 %	3,97 %	3,91 %	3,85 %	3,85 %	3,85 %
* NFG/NDK	0,136	0,147	0,158	0,169	0,179	0,190	0,190	0,190
= Netto driftskrav	8,30 %	8,32 %	8,34 %	8,35 %	8,37 %	8,39 %	8,39 %	8,39 %

Tabell 10.12 - Fremtidig netto driftskrav

Av tabellen kan vi se at avkastningskrav til netto driftskrav øker gjennom hele budsjettperioden til 8,39 % i «steady state». Egenkapitalkravet øker som følge av økende risikofri rente og egenkapitalbeta, mens netto finansielt gjeldskrav reduseres av lavere finansielt eiendelskrav over budsjettperioden og mindre bundet finansielle eiendeler.

10.4 Oppsummering av fremtidige avkastningskrav

I kapittel 10 har vi estimert ulike fremtidige avkastningskrav til Betsson over hele budsjettperioden som vi forutsetter vil være konstante i «steady state». Kravene oppsummeres i tabellen under:

Fremtidskrav	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalkrav	8,21 %	8,30 %	8,39 %	8,48 %	8,57 %	8,66 %	8,75 %	8,85 %
Krav til sysselsatt kapital	7,14 %	7,13 %	7,24 %	7,29 %	7,34 %	7,39 %	7,44 %	7,49 %
Netto driftskrav	8,09 %	8,06 %	8,15 %	8,17 %	8,20 %	8,23 %	8,25 %	8,27 %
Finansielt gjeldskrav	2,38 %	2,12 %	2,46 %	2,50 %	2,54 %	2,58 %	2,62 %	2,65 %
Finansielt eiendelskrav	1,32 %	1,27 %	1,21 %	1,16 %	1,10 %	1,04 %	0,99 %	0,93 %
Netto finansielt gjeldskrav	5,80 %	4,31 %	5,07 %	4,84 %	4,66 %	4,51 %	4,39 %	4,28 %

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Egenkapitalkrav	8,94 %	9,04 %	9,14 %	9,24 %	9,35 %	9,45 %	9,45 %	9,45 %
Krav til sysselsatt kapital	7,55 %	7,60 %	7,65 %	7,70 %	7,76 %	7,81 %	7,81 %	7,81 %
Netto driftskrav	8,30 %	8,32 %	8,34 %	8,35 %	8,37 %	8,39 %	8,39 %	8,39 %
Finansielt gjeldskrav	2,69 %	2,73 %	2,77 %	2,81 %	2,85 %	2,88 %	2,88 %	2,88 %
Finansielt eiendelskrav	0,87 %	0,81 %	0,75 %	0,70 %	0,64 %	0,58 %	0,58 %	0,58 %
Netto finansielt gjeldskrav	4,19 %	4,11 %	4,04 %	3,97 %	3,91 %	3,85 %	3,85 %	3,85 %

Tabell 10.13 - Oppsummering av fremtidige avkastningskrav

10.5 Analyse av fremtidig superrentabilitet

I foregående kapitler har vi estimert fremtidskravene og beregnet fremtidsregnskapet. Vi kan videre estimere en fremtidig strategisk fordel for Betsson ved å sammenligne rentabilitet med estimerte krav, og dermed kvantifisere forutsetningene som er gjort i budsjetteringen.

Fra den strategiske kvalitative analysen i kapittel 4 konkluderte vi med at Betsson har hatt en stor strategisk fordel over den historiske perioden som hovedsakelig skyldes den store ressursfordelen til selskapet. Den kvantitative strategiske analysen i kapittel 8 bekreftet denne konklusjonen. Analysen fremviser en svekket strategisk fordel som følge av en liten bransjeulempe, men grunnet Betsson sin store ressursfordel klarer selskapet å oppnå en superrentabilitet.

Konklusjonen både i kapittel 4 og 8 gir en forventning om at bransjeulempen vil øke til liten bransjefordel på lang sikt, samtidig som ressursfordelen til Betsson vil bli liten. Dette skyldes hovedsakelig stor potensiell vekst for nettbasert gambling med økt legalisering i ulike land rundt om i verden. Fremvoksende markeder sammen med større digitalisering og teknologisk utvikling drar bransjen i en retning som vil kunne gi en større bransjefordel. Dette styrkes med stordriftsfordeler blant aktører som er etablert i bransjen, hvor det er høye etableringsbarrierer slik som store investeringskostnader. Kunders spillopplevelse er en sentral faktor for å kunne opprettholde og kapre markedsandeler, og aktører må av den grunn ha gode og tiltrekkende spillplattformer. På kort sikt vil bransjeulempen utvikle seg til en nøytral bransjefordel grunnet fortsatt høy konkurranse, lav kundelojalitet, mer reguleringer og innføring av nye lover, men flere fremvoksende markeder og større interesse i nettbasert gambling gir en positiv utvikling for bransjen. På lengre sikt forutsetter vi at det vil være en liten bransjefordel når flere av selskapene i bransjen effektiviserer sin teknologiske drift, fremvoksende markeder demper den høye konkurransen og reguleringer blir mer normalisert i ulike land, som vil kunne dempe risiko og gi større forutsigbarhet til gamblingselskapene.

Ressursfordelen er forventet å være stor på kort sikt, og liten på lang sikt. Dette er i henhold til at en strategisk fordel vil reverseres mot bransjesnittet og vil følgende ikke være varig på lang sikt grunnet at konkurransefortrinnene til Betsson er ikke varig, og selskapet vil på lengre sikt bli tatt igjen av konkurrentene. Betsson er etablert i det fremvoksende markedet Latin-Amerika, men økt konkurranse vil redusere ressursfordelen. Historisk har Betsson en liten finansieringsulempe, men vi forventer at den ikke er varig og vil i fremtiden være tilnærmet null. Den strategiske gearingfordelen vil øke den strategiske fordelene noe.

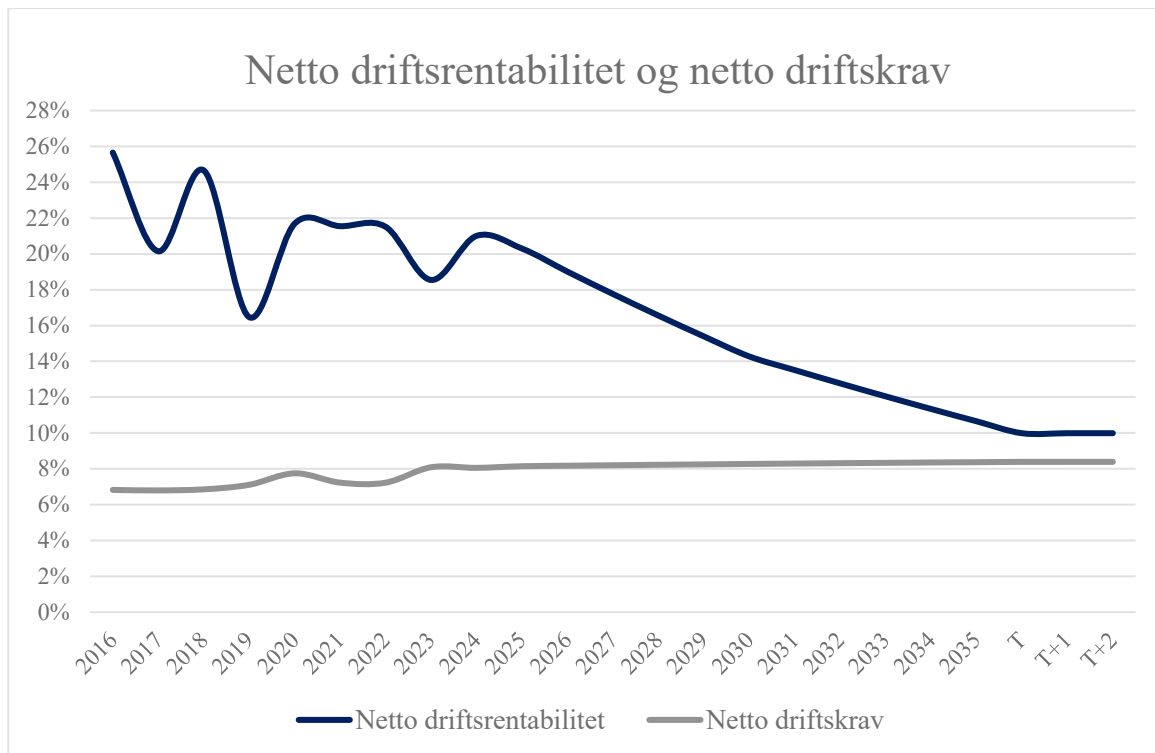
Estimert fremtidig superrentabilitet for Betsson er dekomponert og oppsummert i tabell 10.14:

År	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftsrentabilitet	18,5%	21,0%	20,3%	19,0%	17,8%	16,6%	15,4%	14,3%
- Netto driftskrav	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,2%	8,3%	8,3%
= Strategisk fordel drift	10,5%	12,9%	12,2%	10,8%	9,6%	8,3%	7,1%	6,0%
+ Gearingfordel	0,6%	0,7%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%
= Driftsfordel	11,1%	13,6%	12,9%	11,7%	10,4%	9,2%	8,0%	6,8%
+ Finansieringsfordel NFG	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
= Strategisk fordel	11,1%	13,6%	12,9%	11,7%	10,4%	9,2%	8,0%	6,8%

År	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Netto driftsrentabilitet	13,5%	12,8%	12,0%	11,3%	10,7%	10,0%	10,0%	10,0%
- Netto driftskrav	8,3%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
= Strategisk fordel drift	5,2%	4,5%	3,7%	3,0%	2,3%	1,6%	1,6%	1,6%
+ Gearingfordel	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%
= Driftsfordel	6,0%	5,2%	4,4%	3,5%	2,7%	2,0%	2,0%	2,0%
+ Finansieringsfordel NFG	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
= Strategisk fordel	6,0%	5,2%	4,4%	3,5%	2,7%	2,0%	2,0%	2,0%

Tabell 10.14 - Fremtidig strategisk fordel for Betsson

Vi ser av tabellen at driftsfordelen utgjøres av strategisk fordel drift og gearingfordel. Strategisk fordel drift reduseres jevnt over budsjettperioden fra 10,5 % til 1,6 % i «steady state». Denne blir giret opp av gearingfordel, og gir en strategisk fordel på 2 %, noe som samsvarer med våre predikasjoner om en varig moderat strategisk fordel. Som nevnt tidligere i kapittel 4 og 8, knyttes den moderate strategiske fordel til den store veksten som bransjen vil oppleve i fremtiden som følge av fremvoksende markeder, høye etableringsbarrierer, teknologisk utvikling og digitalisering. Gearingfordelen har en økning gjennom budsjettperioden, men ligger på et varig nivå på 0,4 %, hvilket gir en driftsfordel på 2 %. Figur 10.2 fremviser utviklingen av netto driftsrentabilitet og netto driftskrav over den historiske og budsjetterte perioden.

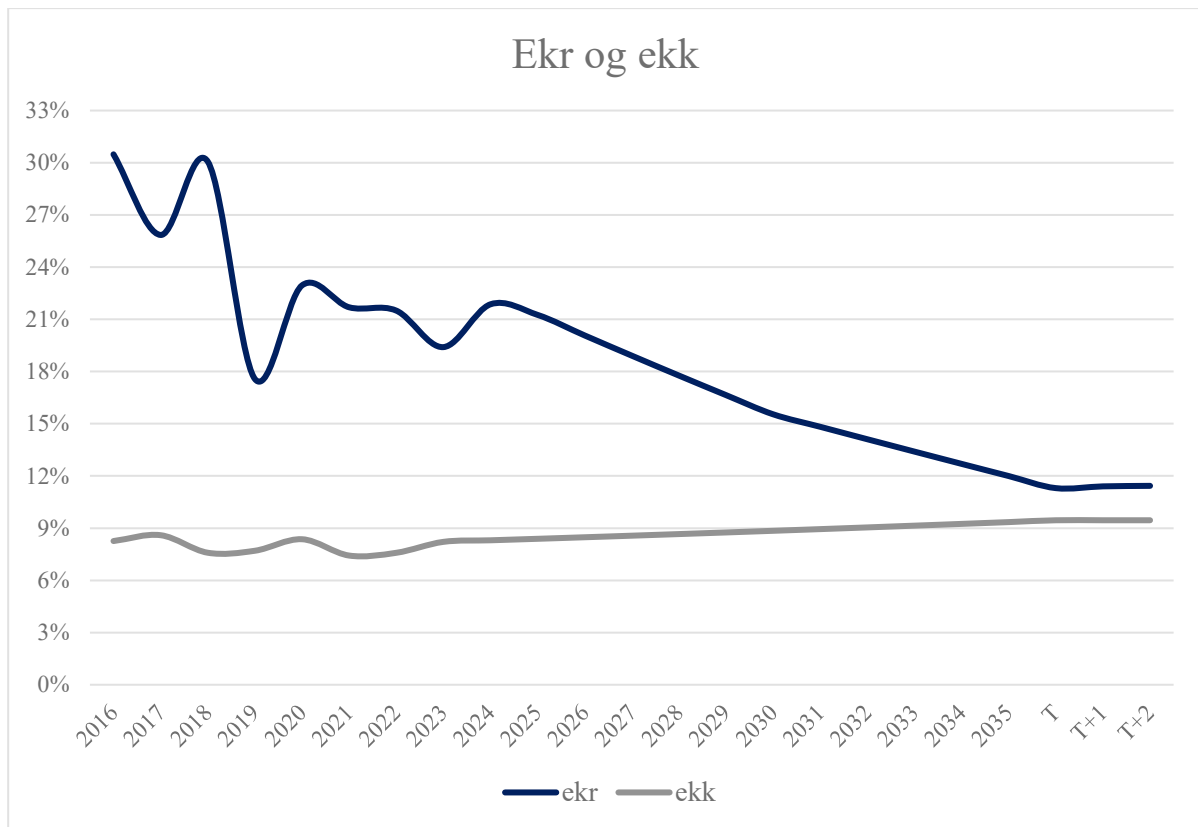


Figur 10.2 - Utvikling av historisk og fremtidig netto driftsrentabilitet og netto driftskrav

Netto driftsrentabilitet vil over budsjettperioden reduseres mens netto driftskrav øker jevnt. I «steady state» ligger netto driftsrentabilitet på et konstant nivå på 10 % mens netto driftskrav ligger på 8,4 %, noe som gir en moderat strategisk fordel på 2 % etter gearingfordel. Fra den historiske perioden har Betsson hatt en stor marginfordel, hvilket har gitt dem høy netto driftsrentabilitet.

Betsson vil beholde den store ressursfordelen på kort sikt som nevnt i kapittel 8.4, da det vil ta tid for konkurrentene å ta igjen selskapets konkurransefortrinn, samt at vi forventer at Betsson mottar lisenser i Canada og Nederland i nær fremtid. De komparative selskapene har et større fokus på områder hvor Betsson har konkurransefortrinn, og grunnet at fortrinnene er imiterbare vil bransjen utligne flere av konkurransefortrinnene til Betsson på lang sikt, og ressursfordelen vil av den grunn reduseres til liten.

Videre predikeres finansieringsfordelen å være tilnærmet lik null over budsjettperioden jf. diskusjon i kapittel 9.5. Dette gjør at den strategiske fordel vil være lik driftsfordelen til Betsson. Et selskap har en strategisk fordel når egenkapitalrentabilitet er større enn egenkapitalkravet (Knivsflå, F12, 2022, s. 5). Figur 10.3 fremviser utviklingen over den historiske perioden og budsjetteringsperioden for egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkravet.



Figur 10.3 - Utvikling av historisk og fremtidig egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav

Av figuren ser vi at utviklingen er tilsvarende lik som for strategisk fordel drift. I «steady state» er egenkapitalrentabiliteten 11,45 % og egenkapitalkravet er på 9,45 %. Dette gir en varig moderat strategisk fordel på 2 % hvilket samsvarer med den varige driftsfordelen i tabell 10.14.

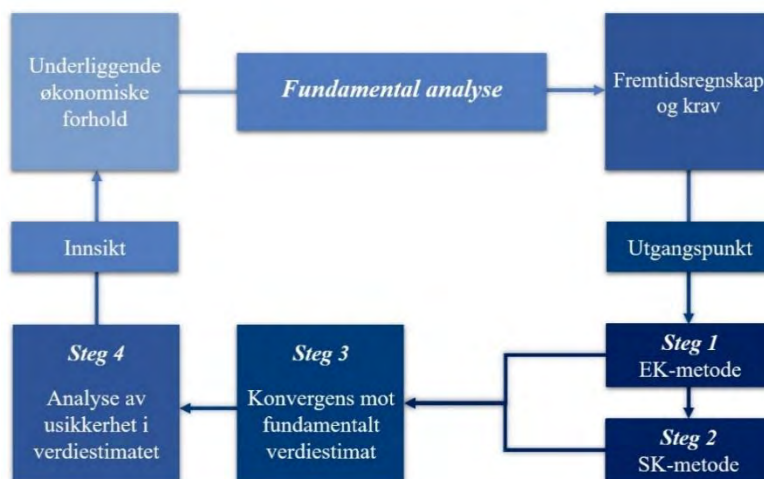
11. Fundamental verdsettelse

I den kommende delen av oppgaven verdsetter vi egenkapitalen til Betsson gjennom fundamental verdivurdering. Verdsettelsesmetoden bygger på fremtidsregnskapet og tilhørende avkastningskrav, som er utarbeidet med innsikt fra den strategiske analysen og den strategiske regnskapsanalysen.

Fundamental verdivurdering priser bedriften basert på verdien av forventede fremtidige kontantstrømmer (Damodaran, 2012, s. 12). Det finnes en rekke forskjellige metoder å verdivurdere kontantstrømmer på. Damodaran presiserer dog at det er hovedsakelig to veier å gå dersom man skal verdivurdere et selskap. Den første er egenkapitalmetoden, som går ut på å verdivurdere egenkapitalen til bedriften direkte. Den andre er selskapskapitalmetoden, som går ut på å verdivurdere egenkapitalen indirekte (Damodaran, 2012, s. 12). I kapittel 11.3 og 11.4 benyttes nevnte metoder til å beregne verdiestimatene basert på budsjetterte vekter, og modellene vil av den grunn gi forskjellige estimater. Vi ønsker imidlertid å presisere at egenkapitals- og selskapskapitalmetoden alltid gir samme verdiestimat ved konsistent bruk (Damodaran, 2012, s. 12). Derfor vil vi gjennomføre en konvergens prosedyre i kapittel 11.5, hvor kravene oppdateres sekvensielt slik at metodene konvergerer mot et felles verdiestimat (Knivsflå, F17, 2022, s. 57).

Som tidligere presisert er det usikkerhet knyttet til estimatene da de i stor grad er basert på våre subjektive vurderinger. Det gjennomføres derfor en analyse knyttet til potensiell fremtidig konkurrisiko, simulering for ulike stokastiske variabler, samt en sensitivitetsanalyse i kapittel 11.6. Hensikten bak disse analysene er å fremvise effekten av de ulike vurderingene på verdiestimatet.

Rammeverket som ligger til grunn for den fundamentale verdivurdering er fremvist under i figur 11.1. Dette bygger på rammeverket til Knivsflå (2022), som i stor grad samsvarer med annen kjent verdsettelseslitteratur. Det vil derfor også vises til teori fra Damodaran (2012), Penman (2013), Plenborg & Kinserdal (2021) og Koller, Goedhart, & Wessels (2020).



Figur 11.1 - Rammeverk for funamental verdsettelse (Knivsfå, 2022)

11.1 Oversikt over metoder og praktiske valg

Som nevnt innledningsvis benytter vi egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden for å beregne verdien av Betsson sin egenkapital. Innenfor de to metodene anvendes flere forskjellige modeller som forklares nærmere i kapittel 11.3 og 11.4. Det må dog understrekes at teorien bak metodene og modellene også er forklart i kapittel 3, og nevnes derfor kun i korte trekk i dette kapitlet.

Som spesifisert i delkapittel 2.1.6 har Betsson fordelt aksjene inn i A-, B- og C-aksjer, hvorav A-aksjene gir ti stemmer per aksje, og B-aksjene gir en stemme per aksje. Alle C-aksjene er eid av Betsson selv og det er kun B-aksjene som er børsnotert (Betsson, 2022). Per 31.10.2022 var eierskapet i Betsson fordelt på 142 729 838 aksjer. Av dette var 15 911 000 A-aksjer, 121 571 405 var B-aksjer, og 5 247 433 var C-aksjer (Betsson, 2022). Betsson holdt selv 681 233 B-aksjer og 5 247 433 C-aksjer. Ingen av Betsson sine aksjer blir representert på generalforsamling (Betsson, 2022). Vi beregner verdi basert på utestående aksjer, og vi trekker derfor fra aksjer holdt av Betsson når vi estimerer pris per aksje. A- og B-aksjene har lik rett på utbytte, men A-aksjene gir flere stemmer per aksje. Det finnes ingen tommelfingerregel for verdien av kontrollpremie ettersom det vil variere fra selskap til selskap. Empiriske bevis viser varierende resultater fra ulike sammenhenger. Basert på resultatene synes det dog å være klart at det bør tillegges en kontrollpremie, og vi setter denne derfor skjønnsmessig (Damodaran, 2005). A-aksjene får således tillagt en kontrollpremie på 10 % i forhold til B-aksjene.

Samtlige modeller er ikke i konstant vekst på endringsform før i periode T+2, og grunnet dette beregner vi nåverdien av horisontleddet med kontantstrømmene fra T+2.

11.2 Verdivurdering av ledelsens opsjoner

Som fremvist i delkapittel 2.1.6, besitter ledelsen 1 378 500 kjøpsopsjoner. I henhold til Damodaran har opsjoner ustedet av selskapet en effekt på verdiestimatet. Grunnen til dette er at det er en sannsynlighet for at opsjonene blir innløst i fremtiden (Damodaran, 2012, s. 442). Når kjøpsopsjonene eventuelt blir innløst har selskapet to valg. Første mulighet er å utstede flere aksjer, hvilket øker antall utestående aksjer. Den andre muligheten er å kjøpe aksjer i markedet for å møte kravet fra innløser, hvilket reduserer kontantene i selskapet. Begge alternativene påvirker selskapets aksjekurs negativt (Damodaran, 2012, s. 443). Det er fire måter å hensynta opsjonene i verdivurderingen, men Damodaran trekker frem at tre av metodene kan lede til misvisende resultater. Anbefalt metode er å verdivurdere opsjonene med en opsjonsprising modell (Damodaran, 2012, s. 443).

For å beregne verdien av opsjonene kan man nytte en rekke forskjellige modeller. Vi har dog valgt å benytte Black-Scholes. Black-Scholes modellen er en matematisk modell som beregner verdien av en opsjon baserte på følgende variabler: underliggende aksjepris, tid til innløsning, innløsningskurs, volatilitet og risikofri rente. Modellen kan også justeres slik at den hensyntar utbytte, men da vi ikke har et konkret estimat for kommende utbytter velger vi å se bort fra dette i modellen (Benninga, 2014, s. 425).

Gjennomsnittlig innløsningspris er SEK 90,8 per aksje og innløsningsdatoen er 06.09.2024 (Betsson, 2022). Vi estimerer verdien av opsjonene per 01.12.2022, og nytter derfor aksjekursen denne dagen. Den risikofrie renten som legges til grunn er 2,36 %, hvilket er renten på den svenske 2-års statsobligasjon per 01.12.2022 (MarketWatch, 2022). Når opsjonen eventuelt innløses, kan Betsson kostnadsføre forskjellen mellom aksjeprisen og innløsningskurs, hvilket reduserer skattekostnaden. Vi justerer derfor verdiestimatet med selskapsskatten på 20,6 % (Damodaran, 2012, s. 446). Volatiliteten som legges til grunn er hentet fra årsrapporten for 2021, og er basert på forventet volatilitet i aksjekursen (Betsson, 2022). Verdiestimatet for de utestående opsjonene følger i tabellen under:

BS - Kjøpsopsjon	
Variabel	Verdi
Aksjepris 01.12.22	84,69
Innløsningskurs	90,8
Risikofri rente	2,36 %
σ (std.)	31 %
Tid til innløsning (år)	1,79
d1	0,1415
d2	-0,2735
N(d1)	0,5563
N(d2)	0,3923
Opsjonsverdi (Black Scholes)	12,97
Antall opsjoner	1 378 500
Verdiestimert etter skatt (MSEK)	14,19

Tabell 11.1 - Verdi av kjøpsopsjoner, Black Scholes

Kjøpsopsjonene er som vist over estimert til en verdi på MSEK 14,19 etter skatt. For å estimere egenkapitalverdien vil verdien av opsjonene bli trukket fra i modellene i kapittel 11 og 12.

11.3 Egenkapitalmetode; FKE, SPE, Δ SPE

Som vist i figur 11.1 er første steg av den fundamentale verdivurderingen å beregne verdiestimert etter egenkapitalmetoden. I kapittel 11.3 vil vi derfor beregne verdien av egenkapitalen til Betsson gjennom egenkapitalmetoden. Vi benytter tre forskjellige modeller, hvor alle tre gir samme verdiestimert: *fri kontantstrøm fra egenkapital (FKE-modellen)*, *superprofittmodellen (SPE)* og *superprofittvekstmodellen (Δ SPE-modellen)* (Knivsflå, F16, 2022, s. 29). Egenkapitalmetodene estimerer verdien av egenkapitalen direkte. Generelt sett beregner man verdien av egenkapitalen i henhold til følgende formel (Knivsflå, F16, 2022, s. 30):

$$VEK = Base + nåverdi \text{ av str\o{m til egenkapital}}$$

11.3.1 Fri kontantstrøm fra egenkapital (FKE-modellen)

Ettersom vi budsjetterer med at utbytte er likt som fri kontantstrøm til egenkapital, vil utbytte og fri kontantstrøm være ekvivalenter, hvilket betyr at utbyttmodellen og FKE-modellen er tilsvarende. Vi benytter derfor kun FKE-modellen (Knivsflå, F16, 2022, s. 38). FKE-modellen verdsetter egenkapitalen ved at kontantstrømmer til egenkapitalen blir neddiskontert til ønsket periode. Fra 2037 (T+1) forutsetter vi konstant vekst for all fremtid i henhold til Gordons vekstmodell (Damodaran, 2012, s. 362). Verdien av egenkapitalen beregnes med følgende formel (Knivsflå, F16, 2022, s. 46):

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{t+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t) * (ekk - ekv)}$$

Der: ekv = veksten i konstant vekst, ekk = egenkapitalkravet, FKE_t = Fri kontantstrøm til egenkapitalen på tidspunkt t , VEK_0 = verdien av egenkapitalen i dag

I modellen beregnes nåverdien først som en sum av nåverdiene fra 2023 til T+1. Som nevnt har vi valgt å beregne horisontleddet med kontantstrømmen fra T+2. Beregningene er fremvist under:

FKE-modellen (MSEK)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Fri kontantstrøm til egenkapital	1 289	723	753	738	712	673	620	875
/ Diskonteringsfaktor	1,08	1,17	1,27	1,38	1,50	1,63	1,77	1,92
= Nåverdi av egenkapital	1 191	617	593	535	476	414	351	455

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Fri kontantstrøm til egenkapital	894	908	917	920	918	1 249	1 075	1 134
/ Diskonteringsfaktor	2,10	2,29	2,49	2,73	2,98	3,26	3,57	3,91
= Nåverdi av egenkapital	427	397	368	338	308	383	301	290

FKE-modellen (MSEK)	2022
Nåverdi fra 2023 til T+1	7 154
+ Nåverdi av horisontverdien til T+2	8 036
- Verdi av kjøpsopsjoner	14
= Verdi av egenkapital	15 175
/ Antall aksjer	136,80
= Verdiestimert per aksje	110,92708
Pris per B-aksje	109,65175
Pris per A-aksje	120,61692

Tabell 11.2 - Verdiestimert beregnet med FKE-modellen

11.3.2 Superprofittmodellen (SPE-modellen)

Superprofittmodellen bygger på at verdien av egenkapitalen er lik balanseført verdi av egenkapitalen i dag og nåverdien av forventet fremtidig superprofitt til egenkapitalen (Knivsflå, F16, 2022, s. 55). Superprofitt blir skapt når selskapet leverer avkastning utover kravet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 42). Verdien av egenkapitalen kan beregnes på følgende måte i henhold til superprofittmodellen (Knivsflå, F16, 2022, s. 63):

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{t+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t) * (ekk - ekv)}$$

Der: $SPE_t = EK_{t-1} * (ekr_t - ekk_t)$

Egenkapitalverdien estimert med superprofittmodellen følger i tabell 11.3:

SPE-modellen (MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Balanseført egenkapital	6 363	6 308	6 965	7 692	8 498	9 394	10 390	11 499	12 411
Egenkapitalrentabilitet	19,4 %	21,9 %	21,3 %	20,1 %	18,9 %	17,8 %	16,6 %	15,5 %	15,5 %
Egenkapitalkrav	8,2 %	8,3 %	8,4 %	8,5 %	8,6 %	8,7 %	8,8 %	8,8 %	8,8 %
= Superprofitt til egenkapital	712	856	896	892	879	856	820	770	770
/ Diskonteringsfaktor	1,08	1,17	1,27	1,38	1,50	1,63	1,77	1,92	1,92
= Nåverdi av egenkapital	658	730	706	648	588	526	464	400	400

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Balanseført egenkapital	13 357	14 333	15 336	16 362	17 407	18 125	19 122	20 174
Egenkapitalrentabilitet	14,8 %	14,1 %	13,4 %	12,7 %	12,0 %	11,3 %	11,4 %	11,4 %
Egenkapitalkrav	8,9 %	9,0 %	9,1 %	9,2 %	9,3 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %
= Superprofitt til egenkapital	730	677	610	529	433	322	358	378
/ Diskonteringsfaktor	2,10	2,29	2,49	2,73	2,98	3,26	3,57	3,91
= Nåverdi av egenkapital	348	296	245	194	145	99	100	97

SPE-modellen (MSEK)	2022
Verdi av EK fra 2023 til T+1	6 147
+ Nåverdi av horisontverdien fra T+2	2 679
+ Balanseført EK ved T = 0	6 363
- Verdi av kjøpsopsjoner	14
= Verdien av egenkapital	15 175
/ Antall aksjer	136,80
= Verdiestimat per aksje	110,92708
Pris per B-aksje	109,65175
Pris per A-aksje	120,61692

Tabell 11.3 - Verdiestimat beregnet med SPE-modellen

11.3.3 Superprofittvekst-modellen (Δ SPE-modellen)

I henhold til Δ SPE-modellen er verdien av egenkapitalen lik kapitalisert verdi av nettoresultatet til egenkapitalen uten vekst og kapitalisert nåverdi av fremtidig vekst. Fremtidig vekst er superprofittvekst, noe som betyr at vekst bare har verdi dersom veksten er lønnsom, og dermed øker superprofitten (Knivsflå, F16, 2022, s. 77).

Superprofittvekst-modellen beregner verdien av egenkapitalen på følgende måte (Knivsflå, F16, 2022, s. 79):

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \left(\sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{t+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t+1}) * (ekk - ekv)} \right)$$

Der:

Δ SPE = Endring i superprofittvekst til egenkapital, NRE = Netto resultat til egenkapital

Δ SPE-modellen er benyttet i beregningene under og gir følgende verdi på egenkapitalen:

ΔSPE-modellen (MSEK)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
(1+ekk1) * SPEt		926	970	965	951	926	887	833
– (1+ekkt) * SPEt–1		771	927	972	969	955	931	893
/ (1+ekkt)		1,083	1,084	1,085	1,086	1,087	1,088	1,088
= Superprofittvekst til EK		143	39	-6	-16	-27	-40	-55
/ Diskonteringsfaktor		1,08	1,17	1,27	1,38	1,50	1,63	1,77
= Nåverdi		132	34	-5	-12	-18	-24	-31

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
(1+ekk1) * SPEt	790	732	660	573	469	348	388	409
– (1+ekkt) * SPEt–1	839	796	739	666	579	474	352	392
/ (1+ekkt)	1,089	1,090	1,091	1,092	1,093	1,095	1,095	1,095
= Superprofittvekst til EK	-45	-58	-72	-86	-101	-115	33	15
/ Diskonteringsfaktor	1,92	2,10	2,29	2,49	2,73	2,98	3,26	3,57
= Nåverdi	-23	-28	-31	-34	-37	-39	10	4

ΔSPE-modellen (MSEK)	2022
Nåverdi fra 2024 til T+1	-107
Kapitalisert nåverdi	-1 303
Netto resultat 2023	1 235
+Kapitalisert netto resultat	15 035
Nåverdi av horisontverdi T+2	120
+Kapitalisert horisontverdi	1 457
– Verdi av kjøpsopsjoner	14
= Verdi av egenkapital	15 175
/ Antall aksjer	136,80
= Verdiestimat per aksje	110,92708
Pris per B-aksje	109,65175
Pris per A-aksje	120,61692

Tabell 11.4 – Verdiestimat beregnet med ΔSPD-modellen

Samlet sett ser man at alle de tre modellene har gitt konsistent verdiestimat på egenkapitalen. Verdiestimatet er **MSEK 15 175**, noe som tilsvarer en verdi på **SEK 111 per aksje**. Som nevnt innledningsvis la vi til en kontrollpremie på A-aksjene. Pris per A- og B-aksje er estimert til **SEK 120,6** og **SEK 109,7**. Resultatet fra modellene er oppsummert i tabellen under:

EK-metoden (MSEK)	VEK
FKE-modellen	15 174,95
SPE-modellen	15 174,95
ΔSPE-modellen	15 174,95
Samlet verdiestimat på egenkapital	15 174,95
Verdiestimat per aksje	110,92708
Pris per B-aksje	109,65
Pris per A-aksje	120,62

Tabell 11.5 - Oppsummert verdiestimat med EK-metoden

11.4 Selskapskapitalmetode; FKD, SPD, Δ SPD

Som fremvist i den omgruppert balansen i kapittel 5, er det hovedsakelig tre mål på selskapskapital: totalkapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. Totalkapital som et mål på selskapskapital anses som utdatert, og vi benytter derfor kun to mål på selskapskapital i den fundamentale verdivurderingen (Knivsflå, F17, 2022, s. 6). En ulempe ved å bruke sysselsatte kapital er at kapitalen blander drift og finans som følge av at sysselsatt kapital inneholder netto driftskapital og finansielle eiendeler. Man kan dermed argumentere for at netto driftskapital er beste mål på selskapskapital, da netto driftskapital kun omhandler drift. Netto driftskapital er nemlig et felles mål på den kapitalen som er investert i det operasjonelle (Knivsflå, F17, 2022, s. 6).

Ettersom vi bruker to mål på selskapskapitalen, benytter vi også to forskjellige metoder; sysselsatt kapital metoden og netto driftskapital metoden. Som forklart i kapittel 3 estimerer selskapskapitalmetoden verdien av egenkapitalen residualt. Først beregnes selskapsverdien, deretter trekker man fra verdien av gjeld og minoritetsinteresser (Damodaran, 2012, s. 397). Metodene kan generelt uttrykkes med formlene vist under (Knivsflå, F17, 2022, ss. 7-8):

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

Der:

VEK₀ = verdien av egenkapital, VSSK₀ = verdien av sysselsatt kapital, VFG₀ = verdien av finansiell gjeld, VMI₀ = verdien av minoritetsinteresser, VNDK₀ = verdien av netto driftskapital, VNFG₀ = verdien av netto finansiell gjeld

På samme måte som i egenkapitalmetoden, benytter vi tre modeller innenfor hver metode: *fri kontantstrøm, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen.*

Vi ønsker å også å understreke at vi antar at den balanseførte verdien av gjelden er et presist mål på verdien av gjelden. Dette er en rimelig antakelse når selskapet ikke er i finansielle problemer, hvilket Betsson ikke er, jf. de syntetiske ratingene i kapittel 10 og 8 (Knivsflå, F16, 2022, s. 10). I tillegg må endringer i rentenivå bli observert av selskapet, det vil si at renten er flytende. For Betsson er all gjeld hovedsakelig knyttet til flytende rente (Betsson, 2022).

11.4.1 Fri kontantstrøm fra drift (FKD-modellen)

I henhold til fri kontantstrøm fra drift-modellen (FKD-modellen) er verdien av netto driftskapital lik nåverdien av fri kontantstrøm fra drift, hvor kontantstrømmene er diskontert med netto driftskravene (Knivslå, F17, 2022, s. 11). For å finne verdien av egenkapitalen trekker man fra netto finansiell gjeld fra verdien av netto driftskapital (Damodaran, 2012, s. 397). I utgangspunktet skal man også trekke fra verdien av minoritetsinteresser, men som nevnt tidligere i oppgaven ser vi bort fra minoritetsinteresser (Knivslå, F17, 2022, s. 9). FKD-modellen uttrykkes med følgende formel (Knivslå, F17, 2022, s. 16):

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{t+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t) * (ndk - ndv)}$$

Der:

ndv = veksten i konstant vekst, ndk = netto driftskrav, FKD_t = Fri kontantstrøm fra drift på tidspunkt t , $VNDK_0$ = Verdi av netto driftskapital

Verdien av egenkapitalen beregnet med FKD-modellen er presentert i tabell 11.6:

FKD-modellen (MSEK)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Fri kontantstrøm fra drift	1 365	620	637	600	549	480	392	653
/ Diskonteringsfaktor	1,08	1,17	1,26	1,37	1,48	1,60	1,73	1,88
= Nåverdi	1 263	531	504	439	371	300	226	348

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Fri kontantstrøm fra drift	647	636	620	596	567	952	1 005	1 060
/ Diskonteringsfaktor	2,03	2,20	2,38	2,58	2,80	3,03	3,29	3,56
= Nåverdi	319	289	260	231	203	314	306	297

FKD-modellen (MSEK)	2022
Nåverdi fra 2023 til T+1	5 904
+ Nåverdi av horisontverdien til T+2	11 161
= Verdi av netto driftskapital	17 065
– Netto finansiell gjeld	394
– Verdi av kjøpsopsjoner	14
= Verdi av egenkapital	16 656
/ Antall aksjer	136,80
= Verdiestimat per aksje	121,75612
Pris per B-aksje	120,35629
Pris per A-aksje	132,39192

Tabell 11.6 - Verdiestimat beregnet med FKD-modellen

11.4.2 Superprofitt fra drift (SPD-modellen)

Superprofittmodellen bygger på at verdien av netto driftskapital er lik balanseført verdi av netto driftskapital i dag og nåverdien av forventet fremtidig superprofitt til netto driftskapital (Knivsflå, F17, 2022, s. 18). Som nevnt tidligere blir superprofitt skapt når selskapet leverer avkastning utover kravet, og av den grunn kan verdien av netto driftskapital beregnes på følgende måte i henhold til superprofittmodellen (Knivsflå, F17, 2022, s. 18):

$$VNDK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{t+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

$$\text{Der: } SPD_t = NDE_{t-1} * (ndr_t - ndk_t)$$

Når verdien av netto driftskapital er beregnet trekker man fra netto finansiell gjeld for å finne verdien av egenkapitalen. Verdien av egenkapitalen i henhold til SPD-modellen er beregnet i tabell 11.7:

SPD-modellen (MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftskapital	6 758	6 646	7 421	8 290	9 266	10 363	11 599	12 993	14 196
Netto driftsrentabilitet		18,5 %	21,0 %	20,3 %	19,0 %	17,8 %	16,6 %	15,4 %	14,3 %
Netto driftskrav		8,1 %	8,1 %	8,1 %	8,2 %	8,2 %	8,2 %	8,3 %	8,3 %
= Superprofitt drift		707	860	902	898	886	864	829	780
/ Diskonteringsfaktor		1,08	1,17	1,26	1,37	1,48	1,60	1,73	1,88
= Nåverdi		654	737	714	657	599	540	479	416

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
Netto driftskapital	15 467	16 806	18 211	19 680	21 210	22 377	23 607	24 906
Netto driftsrentabilitet	13,5 %	12,8 %	12,0 %	11,3 %	10,7 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
Netto driftskrav	8,3 %	8,3 %	8,3 %	8,4 %	8,4 %	8,4 %	8,4 %	8,4 %
= Superprofitt drift	741	689	624	544	450	340	358	378
/ Diskonteringsfaktor	2,03	2,20	2,38	2,58	2,80	3,03	3,29	3,56
= Nåverdi	365	313	262	211	161	112	109	106

SPD-modellen (MSEK)	2022
Nåverdi fra 2023 til T+1	6 327
+ Nåverdi av horisontverdien fra T+2	3 980
+ Netto driftskapital ved T = 0	6 758
= Verdi av netto driftskapital	17 065
- Netto finansiell gjeld	394
- Verdi av kjøpsopsjoner	14
= Verdi av egenkapital	16 656,38
/ Antall aksjer	136,80
= Verdiestimat per aksje	121,75612
Pris per B-aksje	120,35629
Pris per A-aksje	132,39192

Tabell 11.7 - Verdiestimat beregnet med SPD-modellen

11.4.3 Superprofittvekst fra drift (ΔSPD)

I følge ΔSPD -modellen er verdien av netto driftskapital lik kapitalisert verdi av netto driftsresultat uten vekst og kapitalisert nåverdi av fremtidig vekst i superprofitt (Knivsflå, F17, 2022, s. 18). På samme måte som i SPD-modellen og FKD-modellen, trekker vi fra verdien av netto finansiell gjeld for å finne verdien av egenkapitalen. Matematisk sett uttrykkes verdien av netto driftskapital i henhold til formelen under:

$$VNDK_0 = \frac{NDR_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} * \left(\sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{t-1})} + \frac{\Delta SPD_{t+2}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{t+1}) * (ndk - ndv)} \right)$$

Der: NDR = Netto driftsresultat, ΔSPD_t = Endring i superprofittvekst til netto driftskapital i tidspunkt t .

Egenkapitalverdien estimert med ΔSPD -modellen følger i tabell 11.8:

ΔSPE -modellen (MSEK)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
(1+ndk1) * SPD _t		930	975	971	958	933	896	843
– (1+ndkt) * SPD _{t–1}		763	930	975	972	959	935	898
/ (1+ndkt)		1,081	1,081	1,082	1,082	1,082	1,083	1,083
= Superprofittvekst fra drift		154	41	–4	–13	–24	–36	–50
/ Diskonteringsfaktor		1,08	1,17	1,26	1,37	1,48	1,60	1,73
= Nåverdi		143	35	–3	–10	–16	–22	–29

	2031	2032	2033	2034	2035	T	T+1	T+2
(1+ndk1) * SPD _t	801	745	674	588	486	367	387	409
– (1+ndkt) * SPD _{t–1}	845	802	747	676	590	487	368	388
/ (1+ndkt)	1,083	1,083	1,083	1,084	1,084	1,084	1,084	1,084
= Superprofittvekst fra drift	–41	–53	–67	–81	–96	–111	18	19
/ Diskonteringsfaktor	1,88	2,03	2,20	2,38	2,58	2,80	3,03	3,29
= Nåverdi	–22	–26	–30	–34	–37	–40	6	6

ΔSPE -modellen (MSEK)	2022
Nåverdi fra 2024 til T+1	–86
Kapitalisert nåverdi	–1 060
Netto resultat 2023	1 253
+ Kapitalisert netto resultat	15 492
Nåverdi av horisontverdi T+2	213
+ Kapitalisert horisontverdi	2 633
= Verdi av netto driftskapital	17 065
– Netto finansiell gjeld	394
– Verdi av kjøpsopsjoner	14
= Verdi av egenkapital	16 656
/ Antall aksjer	136,80
= Verdiestimat per aksje	121,75612
Pris per B-aksje	120,35629
Pris per A-aksje	132,39192

Tabell 11.8 – Verdiestimat beregnet med ΔSPD -modellen

Oppsummert gir de tre modellene konsistent verdiestimat på egenkapitalen. Verdiestimatet er **MSEK 16 656**, noe som tilsvarer en verdi på **SEK 121,8 per aksje**. Pris per A- og B-aksje er estimert til **SEK 132,4** og **SEK 120,4**. Resultatet fra modellene er oppsummert i tabellen under:

NDK-metoden (MSEK)	VEK
FKD-modellen	16 656,380
SPD-modellen	16 656,380
ΔSPD-modellen	16 656,380
Samlet verdiestimat på egenkapital	16 656,380
Verdiestimat per aksje	121,75612
Pris per B-aksje	120,35629
Pris per A-aksje	132,39192

Tabell 11.9 - Oppsummert verdiestimat med NKD-metoden

11.4.4 Sysselsatt kapital

Den andre metoden i selskapskapitalmetoden er å benytte sysselsatt kapital. I denne metoden verdsettes egenkapitalen indirekte ved at finansiell gjeld trekkes ut. Denne metoden beregnes med samme modeller som er benyttet for netto driftskapital, men vi anvender tall relatert til sysselsatt kapital. Således benyttes avkastningskrav til sysselsatt kapital, fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital og resultat fra sysselsatt kapital. Ved å bruke de ulike modellene kan vi verdivurdere egenkapitalen, og vi ser at vi får et høyere verdiestimat enn med netto driftskapital. Verdiestimatene fra de tre modellene oppsummeres i tabell 11.10:

SSK-metoden (MSEK)	VEK
FKS-modellen	19 905,143
SPS-modellen	19 905,143
ΔSPS-modellen	19 905,143
Samlet verdiestimat til sysselsatt kapital	19 905,143
– Verdi finansiell gjeld	1 404,118
– Verdi av kjøpsopsjoner	14
= VEK	18 486,832
Verdiestimat per aksje	135,13650
Pris per B-aksje	133,58283
Pris per A-aksje	146,94112

Tabell 11.10 - Oppsummert verdiestimat med SSK-metoden

11.5 Første verdiestimat og konvergens prosedyre

Første verdiestimat	FK-modell	SP-modell	ΔSP-modell
Egenkapitalmetode	15 174,955	15 174,955	15 174,955
Netto driftskapitalmetode	16 656,380	16 656,380	16 656,380
Sysselsatt kapitalmetode	18 486,832	18 486,832	18 486,832
Gjennomsnitt	16 772,722	16 772,722	16 772,722

Første verdiestimat per aksje	FK-modell	SP-modell	ΔSP-modell
Egenkapitalmetode	110,927	110,927	110,927
Netto driftskapitalmetode	121,756	121,756	121,756
Sysselsatt kapitalmetode	135,137	135,137	135,137
Gjennomsnitt per aksje	122,607	122,607	122,607

Tabell 11.11 - Oppsummert første verdiestimat

Som man ser av tabellen over gir hver metode konsistente estimater, men som forventet gir metodene forskjellige estimat på tvers metodene. Grunnen til dette er, som nevnt innledningsvis, at vi har nyttet budsjetterte vekter.

11.5.1 Konvergens prosedyre

I kapittel 11.3 og 11.4 har vi diskontert med avkastningskrav som er basert på budsjetterte vekter. I utgangspunktet skal man benytte verdivekter, hvilket har ført til at metodene ikke gir konsistente estimat (Damodaran, 2012, s. 12). Dette løses med en konvergens prosedyre. Her oppdaterer vi avkastningskravene sekvensielt slik at metodene konvergerer mot et felles verdiestimat (Knivsfå, F17, 2022, s. 58).

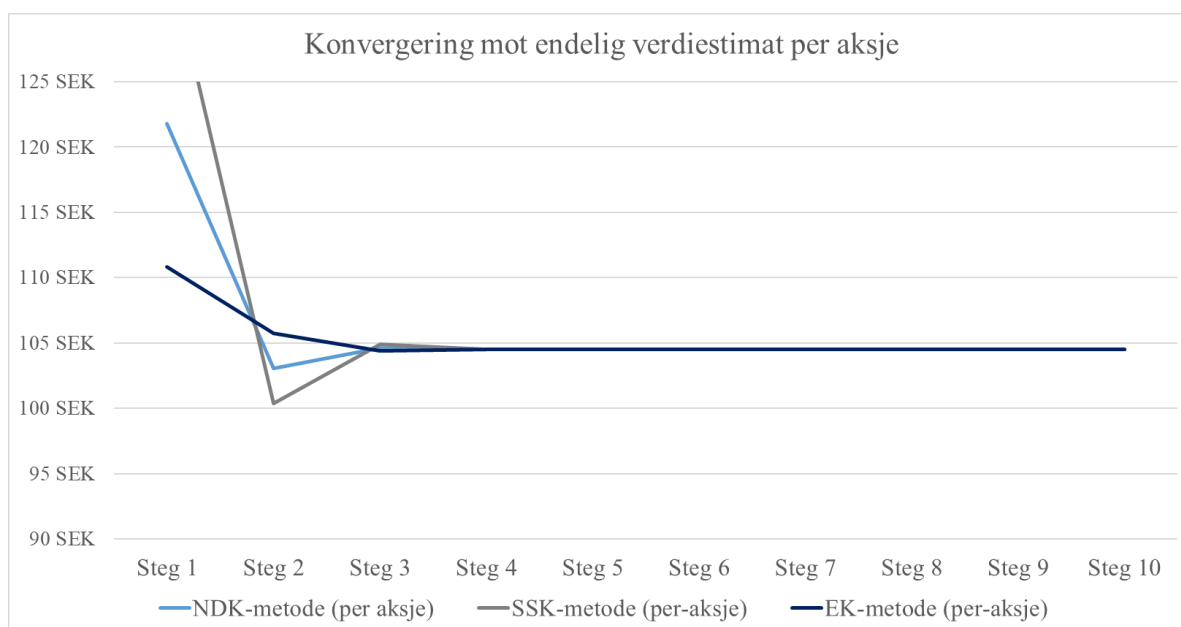
Prosedyren gjennomføres i tre steg (Knivsfå, F17, 2022):

1. Første steg er å benytte egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden til å verdsette egenkapitalen. I dette steget er avkastningskravene basert på budsjetterte vekter.
2. I det andre steget beregnes en verdibalanse basert på verdiene fra steget før. Når verdibalansen er estimert vekter man avkastningskravene mot disse estimatene. Deretter beregnes nye verdiestimer med EK-metoden og SK-metoden.
3. Steg 2 gjennomføres repetitivt frem til avstanden mellom verdiestimatene er tilnærmet lik null.

Konvergens (MSEK)	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10
NDK-metode	16 658	14 096	14 315	14 298	14 300	14 299	14 299	14 299	14 299	14 299
SSK-metode	18 487	13 731	14 353	14 295	14 300	14 299	14 299	14 299	14 299	14 299
EK-metode	15 161	14 464	14 279	14 301	14 299	14 300	14 299	14 299	14 299	14 299
Gjennomsnitt	16 768	14 097	14 316	14 298	14 300	14 299	14 299	14 299	14 299	14 299
Standardavvik	8,1111 %	2,1226 %	0,2115 %	0,0169 %	0,0013 %	0,0001 %	0,0000 %	0,0000 %	0,0000 %	0,0000 %
NDK-metode (per aksje)	121,76714	103,03761	104,63836	104,51883	104,52827	104,52752	104,52758	104,52758	104,52758	104,52758
SSK-metode (per-aksje)	135,13650	100,37112	104,92160	104,49629	104,53005	104,52738	104,52759	104,52758	104,52758	104,52758
EK-metode (per-aksje)	110,82333	105,72885	104,37968	104,53951	104,52663	104,52765	104,52757	104,52758	104,52758	104,52758

Tabell 11.12 - Konvergens til endelig verdiestimat

Samlet sett foretok vi konvergensprosedyren i ti steg, hvilket ga en differanse tilnærmet lik 0 og et standardavvik på 0 %. Tabell 11.12 viser en oppsummering av konvergensprosedyren og medfølgende estimer. Som fremvist er estimert verdi av egenkapitalen til Betsson MSEK 14 299. Dette tilsvarer en verdi på SEK 104,5 per aksje. Pris per A- og B-aksje er således **SEK 113,6** og **SEK 103,3**. Metoden illustreres i figuren under:



Figur 11.2 - Konvergering mot endelig verdiestimat per aksje

Figur 11.2 viser at differansen mellom metodene er størst i de første tre stegene, hvor standardavviket går fra 8,11 % til 0,21 %. Etter steg 2 reduseres standardavviket betraktelig, og i steg 10 er det tilnærmet likt 0. I steg 10 konvergerer nemlig alle verdiestimatene mot et endelig verdiestimat.

11.5.2 Rimelighetsvurdering av verdiestimatet

Etter konvergensprosessen er endelig verdiestimat på egenkapitalen til Betsson SEK 14 299, hvilket tilsvarer SEK 104,528 per aksje. Hva som anses som et rimelig verdiestimat er vanskelig å vite, og dette påvirkes av flere forskjellige faktorer. Per 30.11.22 var aksjekursen SEK 85,7, hvilket tilsvarer en markedsverdi på 11 724 MSEK. Vårt verdiestimat er ~22 %

høyere enn markedsverdien til Betsson per 30.11.22. Vi mener differansen skyldes at markedet undervurderer varigheten av Betsson sin ressursfordel, hvilket kommenteres videre i kapittel 13.2. For å analyse rimeligheten av estimatet, vil vi videre analysere forholdstall knyttet til relativ prising. Denne analysen suppleres med konklusjonene vi foretok i den strategiske analysen i kapittel 4 og i den strategiske lønnsomhetsanalysen i kapittel 8.

Det første forholdstallet vi vil analysere er pris/bok-forholdet. Forholdstallet blir beregnet ved å dele vårt verdiesimat av egenkapitalen på den balanseførte verdien av egenkapitalen (Damodaran, 2012, s. 512). Dersom forholdstallet er over 1, tilsvarer det at et selskap har en strategisk fordel og klarer å oppnå en rentabilitet utover den balanseførte egenkapitalverdien. Hvis forholdstallet er lik eller under 1, vil selskapet ha en strategisk ulempe hvor verdien knyttet til egenkapitalen er lavere enn markedsverdien, og driften til selskapet er ødeleggende for verdien til egenkapitalen (Kaldestad & Møller, Verdivurdering Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper, 2. utgave, 2016, s. 233). Beregningen av pris/bok forholdet er som følger:

$$\frac{Pris}{Bok} = \frac{14\,299}{6\,363} = 2,25$$

Som fremvist er pris/bok beregnet til 2,25. Tallet gjenspeiler den budsjetterte superrentabiliteten til selskapet i fremtiden. I den strategiske analysen konkluderte vi med at Betsson har hatt en stor strategisk fordel. Den strategiske fordel skyldes hovedsakelig selskapets store ressursfordel, da bransjen har opplevd en bransjeulempe over analyseperioden. Denne konklusjonen ble bekreftet i den strategiske lønnsomhetsanalysen i kapittel 8. Fra de ulike strategiske analysene predikeres det at bransjen vil oppleve stor vekst i fremtiden som følge av mer legalisering av nettbasert gambling, fremvoksende markeder, økt digitalisering og større tilgang på internett. I tillegg predikerer vi at bransjen vil bedre netto driftsmargin som følger av mindre avhengighet av tredjeparter. Basert på ovennevnte har vi argumentert for at bransjeulempen på lengre sikt vil øke til en liten bransjefordel, mens ressursfordelen vil bli liten, hvilket tilsier en moderat strategisk fordel. Et pris/bok-forhold på 2,25 virker av den grunn å være rimelig.

Videre kan vi vurdere forholdstallet pris/fortjeneste. Forholdstallet beregnes ved å ta vårt verdiesimat på egenkapital og dele dette på «fortjeneste», som i denne beregningen er nettoresultat til egenkapitalen (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 384). I kapittel 9 budsjetterte vi nettoresultat til egenkapitalen. For å vurdere pris/fortjeneste-forholdet kan vi

sammenligne det med et «normalt» pris/fortjeneste-forhold som beregnes ved formelen *1/egenkapitalkravet*. I kapittel 10 beregnet vi egenkapitalkravet for 2023 til å være 8,21 %. Ved å sammenligne vårt verdiestimerte pris/fortjeneste-forhold med et «normalt» pris/fortjeneste-forhold kan vi vurdere forholdstallene mot hverandre. Videre vil sammenligningen relateres til utviklingen i den strategiske fordelen. Beregningen er som følger:

$$\frac{\textit{Pris}}{\textit{Fortjeneste}} = \frac{14\,299}{1\,373} = 10,41 < \frac{1}{\textit{ekk}} = \frac{1}{0,0821} = 12,18$$

Det «normale» pris/fortjeneste-forholdet er større enn vårt verdiestimerte pris/fortjeneste-forhold. Dette indikerer en avtagende strategisk fordel for Betsson i fremtiden, hvilket stemmer med vår konklusjon i den strategiske analysen (Knivsflå, F17, 2022, s. 78). I den strategiske analysen konkluderte vi at det har vært en bransjeulempet historisk sett, som vil på kort sikt utvikle seg til en nøytral bransjefordel og videre vokse til en liten bransjefordel på lengre sikt som følge av fremvoksende markeder og større digitalisering rundt om i verden. Dette har vi tatt hensyn til i budsjettering av fremtidsregnskapet, hvor vi har budsjettert inn relativt høy vekst i driftsinntektene som følge av den store predikerte markedsveksten. I kapittel 4 anså vi ressursfordelen som stor på kort sikt, men liten på lang sikt grunnet at konkurrentene vil hente inn Betsson sine konkurransefortrinn, samt økt konkurranse i markeder som selskapet opererer i. I det budsjetterte fremtidsregnskapet har vi tatt hensyn til dette hvor netto driftsmargin er forventet å avta frem til «steady state». Pris/bok-forholdet og pris/fortjeneste-forholdet samstemmer med våre forventninger om at Betsson har en stor strategisk fordel på kort sikt som på lang sikt vil reduseres til moderat strategisk fordel. På bakgrunn av ovennevnte diskusjon anser vi vårt verdiestimat på 104,528 SEK som rimelig.

11.6 Analyse av usikkerhet

Vi har utført en verdivurdering gjennom en fundamental analyse bestående av en kvalitativ og kvantitativ strategisk analyse basert på tilgjengelig informasjon. Estimert verdiestimat kan uttrykkes ved følgende formel (Knivsflå, F18, 2022, s. 10):

$$E(VE_{PA} | FA) = E(VE_{PA}) + \frac{\text{Kov}(VE_{PA}, FA)}{\text{Var}(FA)} * (FA - E(FA))$$

Der:

VE_{PA} = forventet verdiestimat per aksje, *FA* = fundamental analyse,

Kov(VE_{PA}, FA) = kovariansen mellom forventet verdiestimat og den fundamentale analysen

Var(FA) = variansen i den fundamentale analysen

Usikkerheten relatert til verdiestimatet er lavere desto mer relevant den fundamentale analysen er, noe som tilsier at kovariansen mellom verdiestimatet og den fundamentale analysen er høy. Usikkerheten vil reduseres når den fundamentale analysen er mer presis, og betyr at *Var(FA)* er lav (Knivsflå, F18, 2022, s. 13). Det siste leddet i formelen viser påvirkningen den fundamentale analysen har på verdiestimatet, samt at analysen kun har verdi dersom det gir ny informasjon (Knivsflå, F18, 2022, s. 10).

Den fundamentale analysen av Betsson har supplert oss med ny og relevant informasjon som øker presisjonen i estimatet. Vi vil understreke at det er usikkerhet knyttet til verdiestimatet da det i stor grad er basert på våre subjektive vurderinger. Forutsetningene og vurderingene fra tidligere kapitler har resultert i et punkttestimat. Videre i dette kapitlet vil vi gjennomføre analyser og simuleringer for å belyse usikkerhetsmomentene i verdiestimatet.

11.6.1 Konkursansynlighet

Konkursrisiko kan hensyntas på to måter. Den første måten er å inkludere konkursansynlighet når man utarbeider fremtidsregnskapet gjennom å foreta en kredittrating. Den andre måten er å budsjettere fremtidsregnskapet med forutsetningen om fortsatt drift, og deretter hensynta konkursscenarioet separat (Damodaran, 2012, ss. 633-634) (Knivsflå, F19, 2022, s. 70). Sistnevnte metode forutsetter en mulig konkurs, hvor likvidasjonsverdien av egenkapitalen beregnes (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 406).

Ved utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidige avkastningskrav i kapittel 9 har konkursrisiko blitt hensyntatt gjennom en syntetisk rating. I estimeringen av fremtidig

finansielt gjeldskrav ble det foretatt en risikoanalyse av likviditet og soliditet knyttet til Betsson sin drift. Analysen estimerte en syntetisk rating for hvert av årene i budsjettperioden. Den syntetiske ratingen ble nyttet for å tillegge en kredittrisikopremie i finansielt gjeldskrav. Dette påvirket videre estimering av krav til netto driftskapital, sysselsatt kapital og netto finansiell gjeld. Til tross for inkludering av konkurrisiko gjennom syntetisk rating, er det en risiko for at sannsynligheten for konkurs ikke er godt nok reflektert i finansregnskapet (Knivsflå, F19, 2022, s. 72).

Ved en konkurs vil eierne stå igjen med likvidasjonsverdien av egenkapitalen. Likvidasjonsverdien beregnes ved å trekke fra verdien av utestående gjeld fra eiendelens likvidasjonsverdi (Damodaran, 2012, s. 633). Estimeringsprosessen er kompleks, og det er utfordrende å verdsette eiendeler individuelt. Verdssettelsen av likvidasjonsverdier kan således gi feilaktig verdi. Avvikling av et selskap som følge av en konkurs gir konsekvenser i form av en rask realisering av eiendeler. Dette gjør at eiendelene kan bli realisert til en lavere verdi enn ved en normal avvikling av selskapet (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 406).

Vi ønsker å spesifisere at store deler av Betsson sine verdier er selskapsspesifikke, og det er derfor tvilsomt hvorvidt eiendelene har verdi for en ekstern kjøper. Videre ser vi at immaterielle eiendeler utgjorde ~99 % og ~64 % av egenkapitalen og balanseførte eiendeler i 2022. Majoriteten av de disse eiendelen anses også å være selskapsspesifikke. Immaterielle eiendeler har typisk en svært lav verdi ved konkurs (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 405). På bakgrunn av nevnte og innsyn fra regnskapet i kapittel 5, anser vi likvidasjonsverdien av egenkapitalen til å være lik null. Betsson har da en mulig konkursdividende som ikke gir noe til eierne og sannsynligvis ikke full dekning til kreditorer (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 406). Ettersom egenkapitalandel utgjør en del av den syntetisk ratingen, mener vi at det er en risiko for at konkurssannsynligheten er undervurdert i tidligere estimat. Det vil av den grunn gjennomføres en ekstra justering for konkurrisiko. Formelen som brukes for justeringen er som følger (Damodaran, 2012, s. 634):

$$VEK = FVEK * (1 - p) + LVEK * p$$

Der:

*VEK = verdi av egenkapital, FVEK = fundamentalverdi av EK gitt fortsettelse av drift,
p = sannsynlighet for fremtidig konkurs, LVEK = likvidasjonsverdi av egenkapital*

I kapittel 6 estimerte vi syntetisk rating for Betsson til A, noe som tilsvarer en konkurrisiko på 0,1 % (Knivsflå, F19, 2022, s. 74). Videre i kapittel 9 foretok vi en fremtidsrettet syntetisk rating som i gjennomsnitt var A. Vi tar utgangspunkt i den samme syntetiske rating når vi skal justere for kortsiktig konkurrisiko. Konvergensprosedyren resulterte i et verdiestimat på MSEK 14 299, hvilket tilsvarer et verdiestimat per aksje på SEK 104,528. Beregningen av justert verdiestimat basert på kortsiktig konkurrisiko er som følger:

$$VEK = 104,5276 * (1 - 0,001) + 0 * 0,001 = \mathbf{104,423}$$

Etter å ha justert for konkurrisiko er det oppdaterte verdiestimatet per aksje **SEK 104,423**. Det justerte verdiestimatet benyttes videre i usikkerhetsanalysen.

11.6.2 Simuleringsanalyse

Når det kommer til analyse av usikkerhet, er simuleringsanalyse den mest komplette analysen av risiko ettersom analysen er basert på en sannsynlighetsfordeling for hver variabel (Damodaran, 2012, s. 921). Simuleringsanalyse fremviser usikkerheten i verdiestimatet ved å gjøre om kritiske verdidrivere til stokastiske variabler. Deretter estimeres en fordeling relatert til verdiestimatet, i den forstand at man har en fordeling fremfor et punkttestimat (Knivsflå, F18, 2022, s. 22). Analysen gjennomfører flere simuleringer hvor det trekkes et utfall fra hver av de stokastiske variablene. Den nevnte fordelingen fremkommer ved at analysen inneholder et stort antall simuleringer (Damodaran, 2012, s. 908). I henhold til Damodaran er det fire steg relatert til simuleringsanalyse som vi vil gjennomføre videre (Damodaran, 2012, s. 910):

1. Velge stokastiske variabler
2. Definer sannsynlighetsfordelingene
3. Undersøke korrelasjon mellom valgte variabler
4. Gjennomføre simuleringene

Steg 1: Valg av vurderingsvariabler

I en budsjettmodell kan alle budsjett- og verdidrivere gjøres til stokastiske prosesser over tid, men det er komplekst å operere med stokastiske modeller (Damodaran, 2012, s. 908). Av den grunn har vi laget en budsjettmodell med lineær utvikling mellom valgte budsjettpunkt, hvilket tilsier at budsjettpunktene er stokastiske variabler (Knivsflå, F18, 2022, s. 16).

Alle variablene kan potensielt konverteres til stokastiske variabler, men det er verdidriverne relatert til drift som har størst påvirkning på verdiestimatet (Damodaran, 2012, s. 908). Som nevnt i kapittel 9.5 er finansieringsfordelen forventet å være tilnærmet lik null på lang sikt, og

de finansielle faktorene vil følgelig ha mindre påvirkning på verdiestimatet. Vi vil av den grunn fokusere på *driftsinntektsvekst (div)*, *omløpshastigheten til netto driftseiendeler (onde)* og *netto driftsmargin (ndm)*. I tillegg til de nevnte verdidriverne har vi identifisert følgende variabler som relevante for simuleringsanalysen: *justert egenkapital beta*, *risikofri rente*, *andre risikopremier*, *finansiell gjeldsdel* og *markedsrisikopremie*. Samlet sett nyttes totalt ni variabler i simuleringsanalysen.

Steg 2: Standardavvik og sannsynlighetsfordeling

I dette steget defineres standardavvik og sannsynlighetsfordelingen til de valgte variablene. Damodaran forklarer at det andre steget i simuleringsanalyse er kritisk for at analysen skal gi verdi (Damodaran, 2012, s. 908). Det er tre måter å definere sannsynlighetsfordelingen: historisk data, tverrsnittstudie, og statistisk distribusjon og parametere (Damodaran, 2012, ss. 908-909). Vi vil hovedsakelig benytte historisk data, da vi har nok pålitelig data tilgjengelig. Standardavviket til de driftsrelaterte verdidriverne er beregnet for Betsson og bransjen i tabell 11.3.

Variabel	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Std. Betsson	Std. Bransjen
div	11 %	15 %	15 %	-5 %	24 %	4 %	16 %	9,1 %	20,8 %
onde	1,19	1,12	1,20	1,05	1,30	1,30	1,36	10,9 %	14,3 %
ndm	22 %	18 %	21 %	16 %	17 %	17 %	16 %	2,3 %	2,4 %

Tabell 11.13 - Standardavvik til driftsrelaterte verdidrivere

Som vist i delkapittel 9.2.1 har bransjen vokst mer enn Betsson over analyseperioden, og det er stor forskjell i *div* for Betsson og bransjen. Videre ser man at det er mindre forskjell i standardavviket for *onde* og *ndm*. I perioden fremover tror vi at historiske standardavvik relatert til Betsson vil være mest representativt for videre utvikling. Man kan dog argumentere for at standardavvikene er noe høye, men dette virker rimelig gitt bransjens natur.

Som nevnt tidligere vil det være mer usikkerhet til estimatene desto lenger frem i tid man budsjetterer. Vi anser det derfor som hensiktsmessig å justere standardavviket og sannsynlighetsfordelingen i de ulike budsjettpunktene. I 2030 (budsjettpunkt M) justerer vi opp standardavviket med en skaleringsfaktor på 1,2 for alle de driftsrelaterte budsjettdriverne. 2036 (T) er definert som «steady state», og vi baserer oss her på økonomisk teori som tilsier at veksten i konstantvekst ikke kan være større enn veksten i verdensøkonomien (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 165) (Knivsfå, F13, 2022, s. 37). Med utgangspunkt i antakelsen synes det å være rimelig at usikkerheten i «steady state» er lavere enn i budsjettpunkt M. Vi benytter derfor standardavviket i verdens BNP-vekst fra 1995 til 2021

som standardavvik for *div* i «steady state». Videre settes standardavviket til *onde* i 2036 likt standardavviket til bransjen, da det er stor usikkerhet knyttet til dette estimatet, jf. tidligere diskusjon om målefeil.

Hva gjelder sannsynlighetsfordeling antar vi hovedsakelig normalfordeling for *driftsinntekstveksten*, *onde* og *netto driftsmargin*. Vi antar dog uniform fordeling for *driftsinntekstveksten* i punkt T. Dette er for å begrense veksten i «steady state» i henhold til tidligere antakelse. Antakelsene og beregningene som ligger til grunn for simuleringsanalysen følger i tabellene under:

Driftsinntekstvekst	Forventning	Std.	Sannsynlighetsfordeling	Nedre grense	Øvre grense
Budsjettpunkt 1 (2023)	2,0 %	9,1 %	Normal		
Budsjettpunkt 1 (2024)	8,0 %	9,1 %	Normal		
Budsjettpunkt M (2030)	7,5 %	10,9 %	Normal		
Budsjettpunkt T (2036)	5,5 %	2,1 %	Uniform	2 %	7 %

Tabell 11.14 - Antakelser vedrørende *div*

Onde	Forventning	Std.	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2023)	1,32	10,9 %	Normal
Budsjettpunkt M (2030)	1,02	13,0 %	Normal
Budsjettpunkt T (2036)	0,90	14,3 %	Normal

Tabell 11.15 - Antakelser vedrørende *onde*

Netto driftsmargin	Forventning	Std.	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2023)	16,0 %	2,3 %	Normal
Budsjettpunkt 2 (2024)	16,5 %	2,3 %	Normal
Budsjettpunkt 3 (2025)	16,5 %	2,3 %	Normal
Budsjettpunkt T (2036)	11,1 %	2,3 %	Normal

Tabell 11.16 - Antakelser vedrørende *netto driftsmargin*

Som nevnt innledningsvis har vi identifisert følgende variabler som relevante for simuleringsanalysen: *justert egenkapital beta*, *risikofri rente*, *andre risikopremier*, *finansiell gjeldsdel* og *markedsrisikopremie*. Disse variablene vil bli satt til stokastiske variabler, da de har relativt stor påvirkning på verdiesimatet. Standardavvikene til nevnte variabler er beregnet på ulike måter, hvor beregningene er basert på historisk data.

Standardavviket til *egenkapitalbetaen* er beregnet basert på månedlig avkastning for Betsson og OMX Stockholm Index. Med denne metoden har vi estimert en egenkapitalbeta med fem års månedlig historisk avkastning tilbake til januar 2015. Dette resulterte i et standardavvik på 16 %. Standardavviket relatert til *risikofri rente* er estimert basert på månedlig data på renten til svensk 10-års statsobligasjon fra 1960 til 2022. For *andre risikopremier* settes

standardavviket skjønnsmessig til 10 %. Videre er standardavviket til *finansiell gjeldsdel* beregnet basert på utviklingen i historiske regnskapstall. Til slutt presiserer vi at standardavviket til markedsrisikopremie er beregnet med årlig markedsrisikopremie fra USA tilbake til 1960 (Damodaran, u.å.). Tabell 11.17 viser en oppsummering av antakelsene og beregningene.

Variabel	Forventning	Std.	Sannsynlighetsfordeling	Nedre grense	Øvre grense
Justert EK-beta	0,90	16 %	Normal		
Risikofri rente (T)	2,9 %	3,9 %	Uniform	-0,50 %	5 %
Andre risikopremier	2,0 %	10 %	Uniform	0 %	3 %
Finansiell gjeldsdel	27,0 %	5,5 %	Uniform	17,4 %	36,6 %
Markedsrisikopremie	5,8 %	1,1 %	Uniform	3,9 %	7,7 %

Tabell 11.17 - Antakelser vedrørende andre variabler

Som man ser av tabellen over har vi valgt en uniform sannsynlighetsfordeling for alle variablene utenom justert egenkapitalbeta. For resterende variabler anses det som rimelig å begrense utfallsrommet. Eksempelvis mener vi at andre risikopremier ikke kan bli negativ. For finansiell gjeld og markedsrisikopremie har vi beregnet øvre og nedre grense med følgende formler (Knivsfå, F18, 2022, s. 44):

$$\text{Nedre grense} = \text{Forventning} - \text{Standardavvik} * \sqrt{3}$$

$$\text{Øvre grense} = \text{Forventning} + \text{Standardavvik} * \sqrt{3}$$

Steg 3: Korrelasjon mellom variablene

Tredje steg i simuleringsanalysen er å undersøke korrelasjonen mellom de stokastiske variablene (Damodaran, 2012, s. 910). Korrelert trekning fører til at utfallet av en eller flere trekninger påvirker utfallet av en eller flere andre trekninger (Knivsfå, F18, 2022, s. 48). Dersom to variabler har høy korrelasjon, har man to alternative muligheter. Første alternativ er å kun velge en av de to variablene, hvor man gjerne velger variabelen med størst påvirkningskraft. Det andre alternativet er å bygge korrelasjonen inn i simuleringen (Damodaran, 2012, s. 910). I vår simulering trekker vi korrelasjonen eksplisitt inn i simuleringsanalysen. Matrisen i tabell 11.18 viser korrelasjonen mellom utvalgte stokastiske variabler over den historiske analyseperioden.

	div	ndm	onde	Rf	FG
div	-	0,21	0,57	0,27	0,22
ndm	0,21	-	-0,18	0,07	0,47
onde	0,57	-0,18	-	0,38	-0,38
Rf	0,27	0,07	0,38	-	0,08
FG	0,22	0,47	-0,38	0,08	-

Tabell 11.18 - Korrelasjonsmatrise

Som man ser av matrisen, er korrelasjonen mellom *onde* og *netto driftsmargin* negativ. Selskap med høy driftsmargin har gjerne lav omløpshastighet. Samtidig har selskap med høy omløpshastighet gjerne lav margin (Knivsflå, F18, 2022, s. 50). I henhold til det nevnte kan man derfor argumentere for at den negative korrelasjonen gir økonomisk mening. Det er dog viktig å merke seg at store deler av Betsson sine verdier er immaterielle eiendeler som ikke er balanseført. I tillegg kan man vurdere hvorvidt økte marginer vil gå på bekostning av omløpshastigheten, da selskapet ikke er spesielt kapitalintensivt. Vi velger å nytte korrelasjonskoeffisienten på -0,18.

Vi ønsker å trekke frem at *finansiell gjeldsdel* har en positiv korrelasjon med *div* og *ndm*. Selskap med solid *netto driftsmargin* kan typisk ta høyere finansiell risiko ved å skalere opp med gjeldsfinansiering. Koeffisienten anses dog som høy, og vi justerer den skjønnsmessig ned til 0,2. Høyere gjeldsdel gir gjerne selskaper mer tilgang på kapital, som igjen kan benyttes til å vokse. Betsson gjennomfører jevnlig oppkjøp, noe som kan skape inntekstvekst. Oppkjøp krever kapital, og det er dermed naturlig at det er en positiv korrelasjon mellom *div* og *finansiell gjeldsdel*. Koeffisienten relatert til *div* og *finansiell gjeldsdel* anses som representativ for videre analyse.

Korrelasjonen mellom *div* og *onde* er 0,57. Vi anser 0,57 som noe høyt, og justerer korrelasjonen ned til 0,4 i analysen. Det understrekes at den positive korrelasjonen vurderes som rimelig ettersom *div* ikke krever store investeringer på grunn av Betsson sin skalerbare teknologiske plattform. Korrelasjonen mellom *div* og *netto driftsmargin* er 0,21, hvilket på lik linje anses som et fornuftig estimat.

Div og *risikofri rente* har en korrelasjonskoeffisient på 0,27. Økonomisk teori fremhever at renten i «steady state» korrelerer positivt med vekst. Dette bygger på at sentralbanken gjerne setter ned renten for å stimulere økonomien (Knivsflå, F18, 2022, s. 52). Vi anser av den grunn beregnet koeffisienten som et godt estimat for analysen. Videre ser vi at korrelasjonen mellom *risikofri rente* og *finansiell gjeldsdel* er tilnærmet lik null. Her forventer vi en negativ

korrelasjon da en lavere rente i utgangspunktet burde gi incentiver til å øke finansiell gjeld. Koeffisienten justeres av den grunn skjønsmessig til -0,1.

Til slutt ønsker vi å fremheve at korrelasjonen mellom *finansiell gjeldsdel* og *onde* anses som kunstig høy. Denne justeres ned til -0,1 i videre analyse. Vi anser videre korrelasjonen mellom *risikofri rente* og *onde* som høy, og vi justerer den ned til 0,1. Etter samtlige justeringer blir korrelasjonsmatrisen følgende:

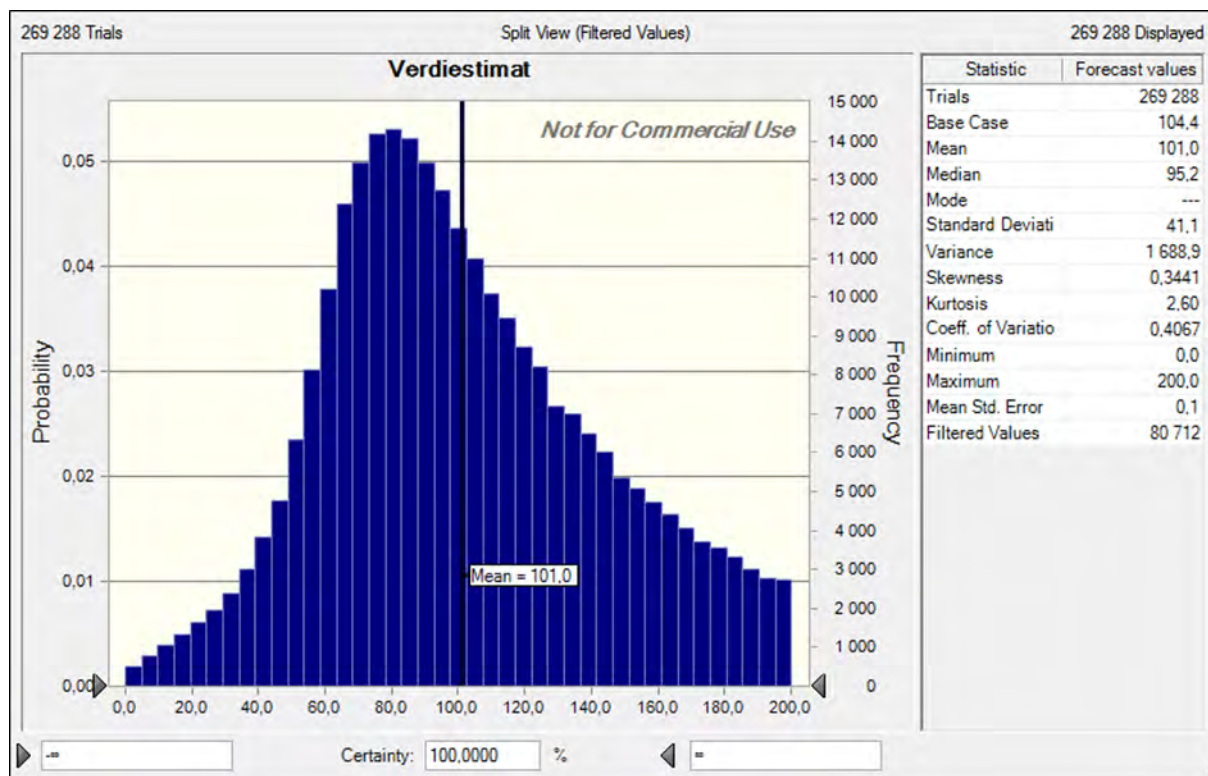
	div	ndm	onde	Rf	FG
div	-	0,21	0,40	0,27	0,22
ndm	0,21	-	-0,18	0,07	0,20
onde	0,40	-0,18	-	0,10	-0,10
Rf	0,27	0,07	0,10	-	-0,10
FG	0,22	0,20	-0,10	-0,10	-

Tabell 11.19 - Korrelasjonsmatrise, justert

Steg 4: Simulering og forklaring av valgte restriksjoner

I steg 4 nytter vi «Crystal Ball» i Excel for å gjennomføre simuleringsanalysen. Analysen er en Monte Carlo-simulering med 350 000 trekninger. Hver simulering trekker et utfall av de stokastiske variablene, for så å beregne verdiestimatet. Når man øker antall simuleringer vil bidraget fra hver enkelt trekning minimeres (Damodaran, 2012, s. 911). Vi har valgt antall simuleringer basert på flere forhold. Først og fremst har vi et relativt stort utfallsrom for mange av de stokastiske variablene, hvilket tilsier å benytte mange trekninger. I tillegg benytter vi flere variabler med en variert sannsynlighetsfordeling, noe som vil øke mulige utfall (Damodaran, 2012, s. 911). Samlet sett har vi således konkludert med at analysen må inneholde mange trekninger.

Uten restriksjoner vil det være noen trekninger som ikke gir økonomisk mening og det er av den grunn lagt til restriksjoner i analysen. Eksempelvis har vi lagt inn en øvre og nedre grense på verdiestimatet. Eierne har avgrenset ansvar og pris per aksje kan ikke bli negativ (Knivsflå, F18, 2022, s. 54). Følgelig legger vi inn en restriksjon som gjør at trekninger under null filtreres bort. Øvre grense er satt skjønsmessig til SEK 200, hvilket betyr at trekninger over SEK 200 trekkes ut. Man kan argumentere for at trekninger som gir en permanent strategisk ulempe bør filtreres bort, da selskapet mest sannsynlig ville blitt avsluttet i så tilfelle. Problemet med en slik restriksjon vil være at konkurssannsynligheten underestimeres (Knivsflå, F18, 2022, s. 56). Vi justerer derfor ikke for dette. Simuleringsanalysen er presentert i figuren under:



Figur 11.3 - Simuleringsanalyse

Figuren fremviser simuleringsanalysen med et gjennomsnittlig verdiestimat på SEK 101, hvor medianen er SEK 95,2. Gjennomsnittlig estimat er ~3,3 % lavere enn vårt verdiestimat justert for konkurssannsynlighet.

«Kurtosis» for en distribusjon er et mål på hvor mange av trekningene som er i «halene», og er således et mål på hvor mye av variansen som kommer fra ytterpunktene. Desto høyere «kurtosis» er, desto større er sannsynligheten for at det foreligger ekstremverdier i distribusjonen (Stock & Watson, 2020, s. 64). I en normalfordeling er «kurtosis» 3 (Stock & Watson, 2020, s. 64). I vår analyse er verdien på 2,60 noe som tilsier at det er lavere sannsynlighet for ekstremverdier enn ved en normalfordeling. Vi vil imidlertid presisere at påvirkningen fra ekstremverdier reduseres ved å sette en øvre og nedre grense, samt at denne begrensningen har filtrert bort 80 712 trekninger.

Variasjonskoeffisienten er 40,67 %, som er det prosentvise standardavviket til verdiestimatet (Knivsflå, F18, 2022, s. 71). Vi anser det høye standardavviket som en bekreftelse på at det er usikkerhet relatert til verdiestimatet, samt at modellen er sensitiv for endringer i de stokastiske variablene.

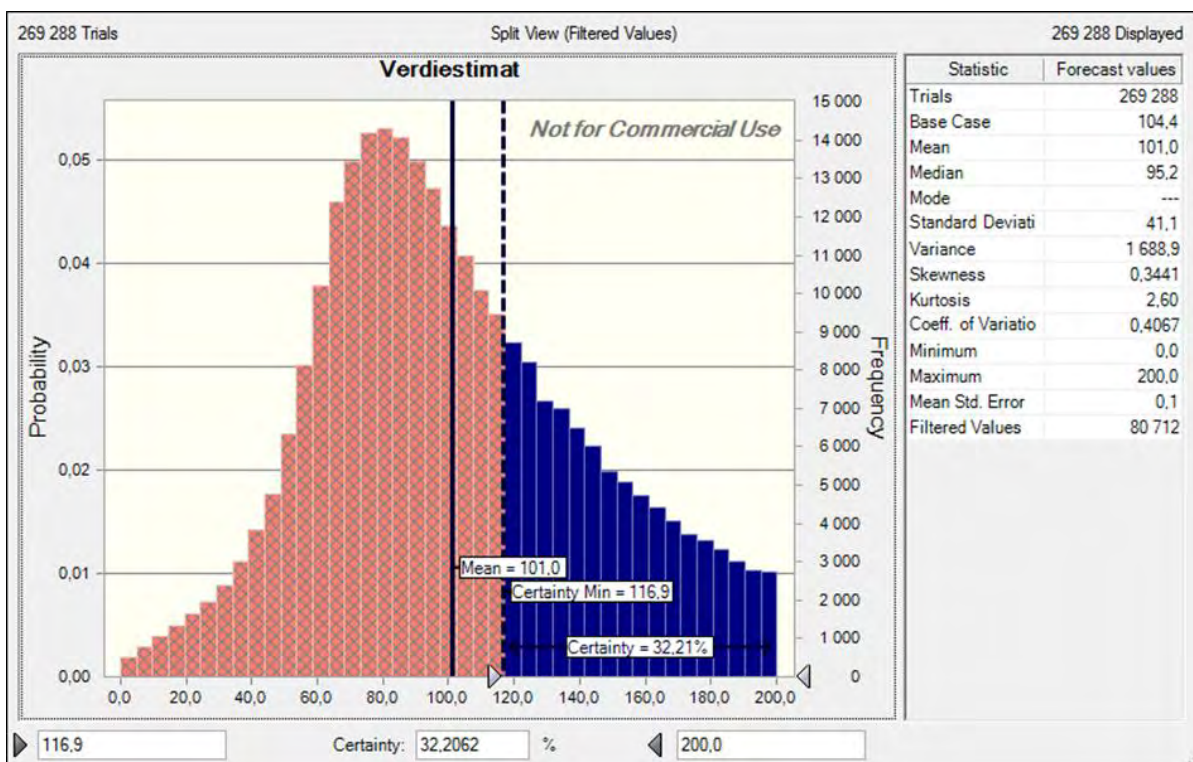
Analysen gjennomførte trekninger der pris per aksje var SEK 0, altså konkurstilfellet. Fra simuleringen er dog sannsynligheten for konkurs 0,0055 %, hvilket tilsvarer en kredittrating

på AAA (Knivsflå, F19, 2022, s. 74). Vi velger imidlertid ikke å justere tidligere beregnet ratingen, da det er mulig at simuleringen undervurderer konkurrisikoen.

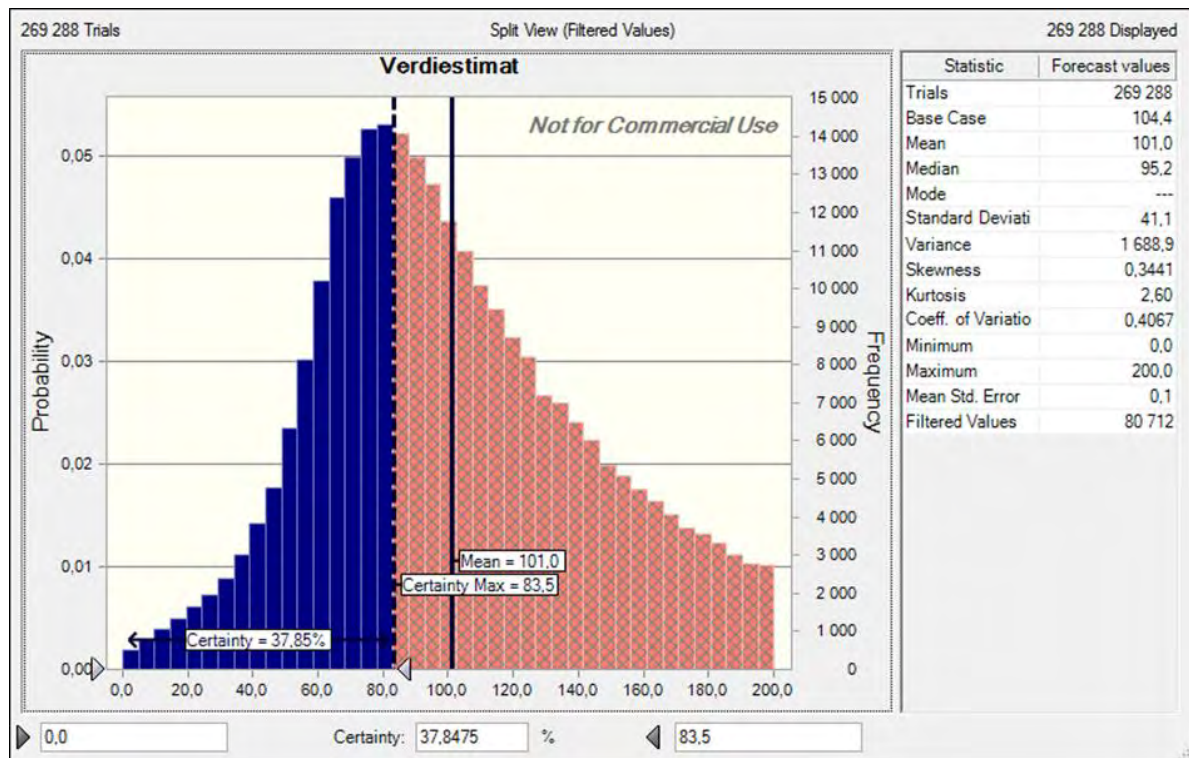
«Skewness» er et mål på asymmetri i fordelingen (Stock & Watson, 2020, s. 63). Dersom «skewness» er positiv betyr det at distribusjonen har en lang høyre «hale», og hvis «skewness» er negativ betyr det at distribusjonen har en lang venstre «hale». En positiv «skewness» kan med andre ord tilsi at det er større oppside enn nedside i verdiestimatet (Stock & Watson, 2020, s. 64). Fra figur 11.3 ser vi at simuleringene har en «skewness» på 0,3441. Dette tyder på at simuleringene har en større oppside enn nedside.

Vurdering av oppside og nedside i verdiestimatet

For å undersøke oppside og nedside i verdiestimatet tar vi utgangspunkt i estimert aksjekurs fra delkapittel 11.6.1 på SEK 104,4. Oppsidepotensialet og nedsiderisikoen analyseres ved å se på sannsynligheten for at aksjekursen er over eller under +/- 20 % av SEK 104,4. Grenseverdien for oppside potensialet og nedside risikoen er dermed SEK 116,93 og SEK 83,52.



Figur 11.4 - Oppsidepotensial



Figur 11.5 - Nedsiderisiko

Figur 11.5 viser at sannsynligheten for at aksjekursen er over SEK 116,9 er 32,21 %, som indikerer at oppsidepotensialet er 32,21 %. Figur 11.5 viser sannsynligheten for definert nedsiderisiko. I henhold til figuren er nedsiderisiko på 37,85 %. Resultatene innebærer at nedsiderisiko er større enn oppsidepotensialet.

I videre analyse velger vi å nytte det gjennomsnittlige verdiestimatet fra simuleringanalysen. Som nevnt er den ovennevnte analysen basert på et stort antall simuleringer, hvor verdiestimatet fremkommer av en fordeling fremfor et punkttestimat. Gjennomsnittet fra simuleringanalysen synliggjør at fordelingen er skjev mot lavere verdier, og vi justerer av den grunn ned verdiestimatet til SEK 101. Den fundamentale analysen gir et endelig verdiestimat for A- og B-aksjene på SEK 109,82 og SEK 99,84.

11.6.3 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalyse går ut på å belyse usikkerheten i verdiestimatet ved å endre en eller et fåtall av de viktigste verdidriverne, samt å illustrere hvordan endringer påvirker verdiestimatet (Knivsflå, F18, 2022, s. 21). Dette er et nyttig verktøy for få innsikt i hvilke variabler som har størst og minst påvirkning på verdsettelsen (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 361). Det finnes to typer sensitivitetsanalyser; *endimensjonal* og *todimensjonal* (Knivsflå, F18, 2022). Endimensjonal sensitivitetsanalyse undersøker hva som skjer med verdiestimatet ved en isolert økning eller reduksjon i en variabel (Knivsflå, F18, 2022, s. 24). En todimensjonal

sensitivitetsanalyse illustrerer gjerne sensitiviteten langs to akser, hvor det er to verdidrivere. Her får man innsikt i hva estimatet er ved gitte verdier av de to verdidriverne (Knivsflå, F18, 2022, s. 26).

Det er dog viktig å merke seg at det er begrensninger relatert til sensitivitetsanalyser. Variablene beveger seg sjeldent isolert sett. Eksempelvis vil en 10 % økning i salgsinntekter gjerne føre til diverse kostnadsøkninger (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 361). Vi velger uansett å gjennomføre en sensitivitetsanalyse da vi anser det som verdifulle å få innsikt i hvilke variabler som skaper størst variasjon i verdiestimatet. Videre vil vi gjennomføre en variasjonsanalyse og en tornadoanalyse ved hjelp av «Crystal Ball» i Excel. Førstkommende figur viser de stokastiske variablenes bidrag til varians i verdiestimatet fra simuleringsanalysen.

Stokastiske variabler	Bidrag til varians
Ndm T	38,10 %
Justert EK-Beta	16,47 %
Onde T	12,20 %
Risikofri rente	9,34 %
Annen risikopremie	5,93 %
Ndm 2025	3,75 %
Mrp	3,74 %
Div T	3,49 %
Div 2030	2,71 %
Div 2024	1,32 %
Ndm 2024	1,20 %
Finansiell gjeldsdel T	0,90 %
Onde 2030	0,69 %
Ndm 2023	0,07 %
Onde 2023	0,06 %
Div 2023	0,03 %

Tabell 11.20 - Stokastiske variablers bidrag til varians

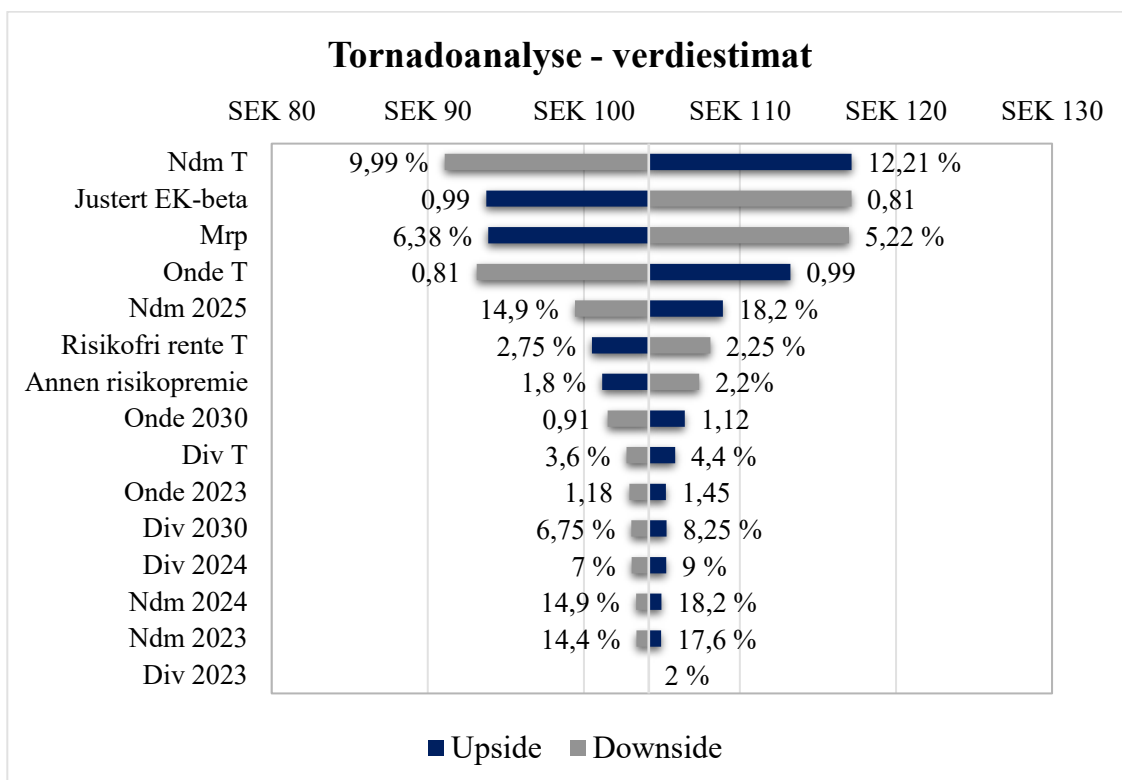
Som man ser av tabell 11.20 har *ndm T*, *justert egenkapitalbeta*, *onde T*, *risikofri rente* og *annen risikopremie* størst innvirkning på verdiestimatet. Antakelsen vedrørende disse variablene er med dette kritiske for verdivurderingen.

Netto driftsmargin i 2036 (T) har den største påvirkningen på verdiestimatet, og bidrar til 38,1 % av variansen. Vi anser dette som fornuftig da marginen implisitt legger grunnlaget for antatt kostnadsstruktur, og dermed resultatene og rentabiliteten. I tillegg er det budsjettert med en lineær utvikling mellom 2025 og 2036. Marginen i år T vil følgende ha stor innvirkning på marginene mellom 2025 og 2036. En annen viktig driftsmessig variabel er *onde i år T*, som står for 12,20 % av variansen. *Onde* har stor påvirkningskraft på investeringsbehovet og

således kontantstrømmene. Derfor er det rimelig at denne variabelen har stor påvirkningskraft på verdiestimatet.

Egenkapitalbetaen står for 16,47 % av variansen i aksjeprisen, hvilket er av forventning når variabelen har stor effekt på avkastningskravene. Videre utgjør *risikofri rente (T)* 9,34 % av variasjonen i estimatet, som på lik linje vil påvirke avkastningskravene. Til slutt understrekes det at *annen risikopremie* har relativt stor påvirkning på verdiestimatet. Som fremhevet i kapittel 7 og 10 er risikopremien i stor grad satt skjønnsmessig. Sett i lys av påvirkningskraften og den subjektive vurderingen, må *annen risikopremie* trekkes frem som en svakhet i modellen.

For å videre illustrere påvirkningen av de ulike stokastiske variablene har vi videre gjennomført en tornadoanalyse. Tornadodiagrammet er en form for sensitivitetsanalyse, som illustrerer den relative påvirkningen fra hver variabel. Tornadoanalysen inkluderer ikke sannsynlighet, hvilket er ulikt fra Monte Carlo simuleringen i 11.6.2 som nytter sannsynlighetsfordelinger i estimeringen (Usmani, 2022). Tornadoanalysen hensyntar heller ikke den satte korrelasjonen fra simuleringsanalysen, og variablenes påvirkningsgrad rangeres ulikt i de to sensitivitetsanalysene. Til tross for nevnte svakheter, er analysen nyttig for å fremvise effekten av hver variabel på verdiestimatet. Tornadoanalysen er fremvist i figur 11.6:



Figur 11.6 - Tornadoanalyse

Figur 11.6 illustrerer resultatene fra tornadoanalysen. Analysen viser hvordan estimatet endres ved en +/- 10 % endring i de stokastiske variablene. Som fremvist vil en 10 % økning i *ndm T* øke verdiestimatet til SEK 117,16, mens en reduksjon på 10 % vil redusere estimatet til SEK 91,08. Tornadoanalysen synliggjør dermed sensitivitet i modellen.

11.7 Oppsummering av den fundamentale verdsettelsen

I kapittel 11 ble egenkapitalen til Betsson verdsatt gjennom en fundamental verdsettelse. Verdsettelsen er basert på fremtidsregnskapet og tilhørende avkastningskrav, som er utarbeidet med innsikt fra den strategiske analysen og den strategiske regnskapsanalysen. I kapittel 11.3 og 11.4 verdsatte vi egenkapitalen med egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden basert på budsjettert balanseført vekting. Innenfor hver av metodene benyttet vi flere ulike modeller. Videre ble verdiestimatet beregnet med verdivekter i kapittel 11.5, hvor det ble gjennomført en konvergeringsprosess. Etter konvergeringsprosessen fikk vi et verdiestimat på MSEK 14 299. Dette tilsvarer en verdi på SEK 104,5 per aksje. Deretter gjennomførte vi en rimelighetsvurdering av estimat ved hjelp av to multipler, hvor vi konkluderte med at verdiestimatet var fornuftig.

Det er usikkerhet relatert til verdivurderingen, og for å kartlegge og vurdere usikkerheten ble det foretatt en simuleringsanalyse og en sensitivitetsanalyse, samt en analyse av konkurrrisiko. I delkapittel 11.6.1 justerte vi verdiestimatet for konkurssannsynlighet. Etter justeringen endte verdiestimatet på SEK 104,4 per aksje. Fra simuleringsanalysen fant vi et årlig prosentvis standardavvik på 40,67 %. Dette underbygger vår antakelse om at det er usikkerhet relatert til estimatet. Simuleringsanalysen synliggjorde at fordelingen var skjev mot lavere verdier, og vi justerte følgelig ned verdiestimatet til SEK 101 per aksje. Til slutt viste sensitivitetsanalysen at variablene som har størst innvirkning på verdiestimatet er *ndm T*, *justert egenkapitalbeta*, *onde T*, *risikofri rente* og *annen risikopremie*.

12. Komparativ verdivurdering

I kapittel 3 diskuterte vi ulike metoder for verdivurdering, hvor fundamental verdivurdering og to supplerende metoder ble presentert. De supplerende verdsettelsesmetodene er opsjonsbasert- og komparativ verdivurdering. Vi anser komparativ verdsettelse som mest relevant for Betsson, og vi vil følgelig ikke nytte opsjonsbasert verdsettelse. I dette kapittelet vil vi gjennomføre en komparativ verdivurdering som en suppleringsmetode for den fundamentale verdivurderingen i den hensikt å styrke påliteligheten i endelige verdiestimatet til Betsson.

Komparativ verdsettelse er en verdivurdering av et selskap basert på relativ prising av sammenlignbare selskaper (Damodaran, 2012, s. 453). Fra forrige kapittel har vi sett at det er usikkerhet relatert til det fundamentale verdiestimatet. Ved å kombinere de to metodene får det endelige verdiestimatet mer innsikt og kan styrke påliteligheten (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 367). Vi vil benytte omgrupperte og justerte regnskapstall fra kapittel 5 slik at sammenligningsgrunnlaget mellom selskapene er som likt som mulig. Vi vil dog understreke at målefeil relatert til immaterielle eiendeler kan påvirke verdiestimatet jf. delkapittel 5.4.1.

Innenfor komparativ verdivurdering er det to modeller som ble presentert i kapittel 3: *multiplikatormetoden* og *substansverdimetoden*. Som nevnt i kapittel 3 verdsetter substansverdimetoden selskapets eiendeler til det de kan selges for på markedet i dag med grunnlag fra observerte priser på lignende eiendeler. Denne metoden ser bort fra eiendelenes nåværende bruk, og den selskapsspesifikke verdien som gjenstanden muligens tilfører (Kaldestad & Møller, 2016, ss. 241-242). Som presisert i delkapittel 11.6.1 er store deler av Betsson sine verdier selskapsspesifikke, og vi anser følgelig substansverdimetoden som lite relevant. Følgelig nyttes kun multiplikatormetoden, som blir nærmere forklart i delkapittel 12.1. I kapittel 12.2 gjennomgår vi hva som ligger til grunn for valget av de komparative selskapene, som suppleres med grunnlaget fra kapittel 2.4. Til slutt vil de ulike multiplene forklares, beregnes og oppsummeres i kapittel 12.3 og 12.4.

Den komparative verdivurderingen vil bygge på litteratur fra Damodaran (2012), Knivsfå (2022), Plenborg & Kinserdal (2021), Berk & DeMarzo (2020), Kaldestad & Møller (2016) og Koller, Goedhart & Wessels (2020).

12.1 Multiplikatormodellen

Multiplikatormodellen er en metode innenfor komparativ verdivurdering som benytter markedsverdi for relativ prising av sammenlignbare selskaper (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, ss. 367-368). Modellen verdsetter egenkapitalen eller selskapskapitalen til et selskap ved bruk av multipler fra andre selskaper, hvor tall fra balanse- og resultatposter, samt markedsverdier brukes som grunnlag for beregning. Multiplikatormodellen er mye brukt av ulike interessenter som følge av modellens mindre komplekse natur samt å være lite tidskrevende (Damodaran, 2012, s. 453). Verdiestimatet som blir estimert kan benyttes som en benchmark opp mot den fundamentale verdivurderingen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 227).

Innenfor multiplikatormodellen kan vi skille mellom to ulike metoder; *egenkapital-* og *selskapskapitalmetoden*. Egenkapitalmetoden verdivurderer egenkapitalen direkte gjennom multipler knyttet til bokført egenkapitalverdi eller fortjeneste. Typiske multipler er pris/bok, pris/fortjeneste og ikke-finansielle multipler slik som pris/kunde (Berk & DeMarzo, 2020, ss. 328-330). Selskapskapitalmetoden verdivurderer egenkapitalen indirekte og det finnes litteratur som hevder at dette er den beste metoden. Dette er grunnet at selskapskapitalmetoden tar hensyn til selskapers ulike finansieringsstruktur, mens egenkapitalmetoden krever justering for å få lik struktur mellom de komparative selskapene (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, ss. 394-396). Ettersom vi ikke justerer for finansieringsstruktur, vil multiplene relatert til egenkapitalmetoden vektlegges i mindre grad.

I kapittel 12.3 og 12.4 vil vi foreta en komparativ verdivurdering basert på tre steg som er identifisert av Penman (2013). Det første steget er å identifisere komparative selskaper som kan brukes som et sammenligningsgrunnlag til verdivurderingen. I det andre steget velger vi ut hvilke multipler som skal benyttes. I det tredje steget estimeres verdien av egenkapital til selskapet basert på estimerte multipler hos de komparative selskapene (Penman, 2013, s. 76).

12.2 Valg av komparative selskaper

Ettersom fremgangsmåten i komparativ verdivurdering er å sammenligne ulike multipler på tvers av selskaper, er det viktig å velge selskaper som er så sammenlignbare som mulig. Det må dog presiseres at selskaper svært sjeldent er helt identiske, og påliteligheten i den komparative verdsettelsen vil variere med likhetsgraden (Berk & DeMarzo, 2020, s. 330). Multiplikatormodellen kan gi et feilaktig estimat som deriverer fra markedsverdien som følge av implisitte forutsetninger man foretar i vurderingen. Det vil av den grunn være viktig, men også utfordrende å velge gode komparative selskaper. Det er fordelaktig å velge en gruppe

med selskaper som oppfyller ulike kriterier og ikke bruke multipler basert på et gjennomsnitt av hele bransjen (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, ss. 382-383). Følgelig er det essensielt å ha nok informasjon om hvert selskap for å beregne presise estimater.

Når vi skal velge ut komparative selskaper, setter vi kriterier som må oppfylles for at selskapene skal kunne være sammenlignbare med Betsson. Kriterier kan eksempelvis være markedsandel, vekstmuligheter, avkastningskrav, driftsmarginer, fremtidige investeringer m.m. En vanlig praksis er å velge flere selskaper og beregne gjennomsnitt av multiplene. På en annen side er det mer fordelaktig å velge færre selskaper som opererer i tilsvarende markeder og tilbyr like produkter og tjenester (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 383). Selskaper som er børsnoterte er mer fordelaktig grunnet mer tilgjengelig informasjon (Kaldestad & Møller, 2016, s. 223).

Vi anser de komparative selskapene som ble presentert i kapittel 2.4 som mest egnet å sammenligne med. De komparative selskapene består av Kindred Group, Entain, 888 Holdings og Flutter Entertainment. Mer detaljert diskusjon for inklusjon av de ulike selskapene finnes i kapittel 2.4. Samtlige selskaper opererer innenfor samme bransje og er børsnoterte på lik linje som Betsson. Produkt- og tjenesteporteføljen er relativt lik mellom selskapene, hvor det benyttes samme spillsegmenter som gir tilsvarende spillopplevelse. De komparative selskapene er i tillegg valgt ut basert på deres markedsandel. Den nettbaserte gamblingbransjen opplever stor markedsvekst, og samtlige komparative selskaper er med på denne trenden. Med dette som grunnlag mener vi at de komparative selskapene vil være mest egnet for sammenligning med Betsson.

12.3 Valg og beregning av multipler

Videre vil vi beskrive og beregne ulike multipler for å kunne verdivurdere egenkapitalen til Betsson. Som nevnt i delkapittel 3.1.2, deles multipler inn i fire kategorier: balanseorientert, resultat/kontantstrømsorienterte, sektorspesifikke og ikke-finansielle multipler (Damodaran, 2012, s. 455). Vi har ikke identifisert relevante sektorspesifikke eller ikke-finansielle multipler, og følgelig vil ikke verdsettelsen inkludere slike multipler. Etersom det er flere fordeler og ulemper med hver enkelt multiplere, gjennomføres den komparative verdivurderingen med totalt seks forskjellige multipler. Gjennomsnittet påvirkes av ekstremverdier, da bransjeselskapene prises veldig ulikt på noen multipler. Av den grunn nyttes medianen istedenfor gjennomsnitt i den komparative verdivurderingen, hvor Betsson

ekskluderes fra beregningen. Til slutt vil vi nevne at relevansen til multiplene varierer, og dermed vil verdierestimatet beregnes som et tilpasset vektet snitt av medianen til hver multipl.

12.3.1 Pris/Bok (P/B)

Pris/bok er en balansefokuseret multipl som ser på markedsverdien av egenkapitalen relativt til bokført verdi. I det tilfellet P/B er større enn 1 indikerer dette at selskapet klarer å skape merverdi over bokført verdi. Hvis forholdet mellom markedsverdi og bokført verdi er lavere enn 1 tilsier dette at selskapet har en verdiødeleggende drift (Damodaran, 2012, ss. 512-515). Et svakt pris/bok-forhold kan for øvrig tilsa at selskap kan komme til å måtte foreta nedskrivninger. Pris/bok-forholdet kan beregnes på følgende måte (Damodaran, 2012, s. 512):

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

En ulempe med multiplene er at sammenlignbare selskaper kan få ulike multipler grunnet forskjellig håndtering av immaterielle eiendeler. Forskjell kan også skapes dersom selskapet har oppnådd organisk vekst, eller om veksten skyldes oppkjøp og fusjoner av andre selskaper. Ved oppkjøp og fusjoner blir eiendeler verdsatt til virkelig verdi i balansen, hvilket gjør at det kan oppstå forskjeller i bokført verdi på tvers av selskaper (Kaldestad & Møller, 2016, s. 233). En stor trend i det nettbaserte gamblingmarkedet er å oppnå vekst gjennom fusjoner og oppkjøp. Således er store deler av de balanseførte verdiene immaterielle eiendeler. I henhold til Damodaran er pris/bok mindre relevant for teknologiselskaper med lite materielle eiendeler (Damodaran, 2012, s. 512). Vi ønsker likevel å beregne forholdstallet for å få innsikt i forskjellene på tvers av selskapene, men det understrekes at pris/bok-forholdet ikke vektlegges i den komparative verddivurderingen.

Tabellen under viser beregning av median- og gjennomsnittsverdien til pris/bok-forholdet for Betsson og de komparative selskapene, samt estimert verdi av egenkapitalen til Betsson.

MSEK	Betsson	Flutter	Entain	Kindred 888 Holdings	
MCAP	11 379	253 523	103 636	21 005	4 638
/ Bokført EK	6 363	127 221	41 138	6 587	3 194
= P/B	1,79	1,99	2,52	3,19	1,45

Betsson	Median	Gjennomsnitt
Bokført egenkapital	6 363	6 363
* P/B multipl	2,26	2,19
– Verdi av kjøpsopsjoner	14	14
= Estimert verdi på EK	14 341	13 910
/ Antall aksjer	136,80	136,80
= Verdiestimat per aksje	104,83	101,68

Tabell 12.1 - Pris/bok

12.3.2 Pris/Fortjeneste (P/F)

Forholdet mellom pris og fortjeneste er en multipl innenfor egenkapitalmetoden som er svært mye brukt i praksis grunnet dens enkle natur og fremgangsmåte. Forholdet blir beregnet på følgende måte (Berk & DeMarzo, 2020, s. 328):

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

Multipl er gunstig å bruke for selskaper som opplever stabil vekst, og som vil av den grunn ha mer presise fremtidsprognoser på kontantstrømmen til egenkapital. Derimot kan selskap oppleve ulike poster som opptrer med en sporadisk sannsynlighet slik som tilfeldige inntekter og kostnader. Slike poster bør justeres for, da unormale poster kan påvirke den komparative verdsettelsen (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 362). Pris/fortjeneste-forholdet være ulikt mellom selskapene grunnet at selskaper potensielt har ulik kapitalstruktur, som påvirker resultat etter skatt. Selskapene kan oppnå samme driftsresultat, men som følge av et selskaps lånebetingelser og bruk av finansiell kapital kan det medføre finansielle kostnader som gjør at multipl blir ulik mellom selskapene (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 373).

Vi vil presisere at normaliserte resultater er nyttet i beregningen, og at påvirkningen til unormale poster minimeres. Det er dog viktig å understreke at regnskapsføringen hos de ulike selskapene er mindre forklart enn ønskelig, og det er mange poster som ikke defineres grundig. Det er som følge risiko for at poster som burde blitt normalisert ikke er hensyntatt. I tillegg har vi ikke justert for ulike kapitalstrukturer, og som forklart i delkapittel 9.5.1 har Betsson en annen finansiell gjeldsdel enn bransjesnittet. Gitt nevnte begrensninger velger vi å vektlegge pris/fortjeneste mindre grad i den komparative verdivurderingen.

Flutter Entertainment utelates fra beregningen da de har negativt årsresultatet. Beregning av pris/fortjeneste forholdet til Betsson og de komparative selskapene er som følger:

MSEK	Betsson	Flutter	Entain	Kindred 888 Holdings
MCAP	11 379	253 523	103 636	21 005
/ Årsresultat	1 182 -	500	3 562	2 869
= P/E	9,62		29,10	7,32
				5,57

Betsson	Median	Gjennomsnitt
Årsresultat	1 182	1 182
* P/E	7,32	12,90
– Verdi av kjøpsopsjoner	14	14
= Estimert verdi på EK	8 642	15 242
/ Antall aksjer	136,80	136,80
= Verdiestimat per aksje	63,17	111,41

Tabell 12.2 - Pris/fortjeneste

12.3.3 EV/EBITDA

EV/EBITDA er en multiplum som er basert på selskapsverdi og inngår i selskapskapitalmetoden. Det er flere fordeler med dette forholdstallet. Først og fremst blir ikke multiplumet påvirket av at selskap har varierende praksis vedrørende avskrivninger. Selskapene kan nemlig benytte forskjellige avskrivningsmetoder og avskrivningsperioder (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 516). Disse valgene vil påvirke driftsresultatet (EBIT), men ikke EBITDA. Samlet sett er EV/EBITDA mindre utsatt for regnskapsfleksibilitet enn EV/EBIT, hvilket er en fordel når man sammenligner på tvers av selskaper (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, ss. 374-377). Til slutt vil vi også nevne at multiplumet er bedre å sammenligne på tvers av selskaper med forskjellig gjeldsgrad. Dette er fordi nevneren (EBITDA) ikke påvirkes av gjeld, samt at telleren (EV) justeres for netto finansiell gjeld (Damodaran, 2012, ss. 500-501).

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

Beregning av EV/EBITDA for Betsson og de komparative selskapene er som følger:

MSEK	Betsson	Flutter	Entain	Kindred 888 Holdings	
EV	11 773	296 920	129 273	20 474	1 577
/ EBITDA	1 760	11 674	11 812	4 651	1 345
= EV/EBITDA	6,69	25,44	10,94	4,40	1,17

Betsson	Median	Gjennomsnitt
EBITDA	1 760	1 760
* EV/EBITDA	7,67	9,73
= EV	13 504	17 122
– Netto finansiell gjeld	394	394
– Verdi av kjøpsopsjoner	14	14
= Estimert verdi på EK	13 096	16 714
/ Antall aksjer	137	137
= Verdiestimat per aksje	95,73	122,18

Tabell 12.3 - EV/EBITDA

12.3.4 EV/EBITA

Forholdet mellom EV og EBIT er likt som beregning av forholdet mellom EV og EBITDA, men her hensyntas avskrivninger og nedskrivninger. Dette gjøres for å ta hensyn til investeringsbehovet i fremtiden. Beregning av forholdet er som følger (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 358):

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

Hvis investeringsbehovet til et selskap er ulikt i fremtiden fra hvordan avskrivningene er i dag, vil ikke forholdstallet ta hensyn til dette, noe som kan skape forskjell i multiplien (Kaldestad & Møller, 2016, s. 232). En alternativ fremgangsmåte er å benytte EBITA istedenfor EBIT. EBITA inkluderer avskrivninger på immaterielle eiendeler. Ofte er store deler av avskrivninger på immaterielle eiendeler relatert til oppkjøpte verdier, slik som kundelister eller merkevarer (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, ss. 374-375). Dette er tilfellet for selskaper i den nettbaserte gamblingbransjen, hvor oppkjøp er en stor del av vekststrategien. EBITA inkluderer dessuten avskrivninger relatert til utviklingskostnader på programvare som kan selges videre som lisens til tredjepartsselskaper, som er relevant for flere av de komparative selskapene vi har inkludert i verdivurderingen (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 375).

Koller, Goedhart, & Wessels (2020) forklarer at påvirkningen fra avskrivninger på immaterielle eiendeler bør ekskluderes, da det ikke virker inn på kontantstrømmene. Videre trekker de frem at i motsetning til avskrivning av fysiske eiendeler er kostnaden relatert til immaterielle eiendeler ofte allerede implementert i EBITA gjennom eksempelvis markedsførings- og salgskostnader (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 374). Som følge av

dette foretar vi en alternativ beregning hvor vi benytter EBITA istedenfor EBIT for å verdsette egenkapitalen (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 376):

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat før amortisering}}$$

Beregning av forholdet mellom EV og EBITA for Betsson og de komparative selskapene er som følger:

MSEK	Betsson	Flutter	Entain	Kindred	888 Holdings
EV	11 773	296 920	129 273	20 474	1 577
/ EBITA	1 660	6 737	7 014	4 351	1 224
= EV/EBITA	7,09	44,07	18,43	4,71	1,29

Betsson	Median	Gjennomsnitt
EBITA	1 660	1 660
* EV/EBITA	11,57	15,12
= EV	19 203	25 096
– Netto finansiell gjeld	394	394
– Verdi av kjøpsopsjoner	14	14
= Estimert verdi på EK	18 794	24 687
/ Antall aksjer	137	137
= Verdiestimat per aksje	137,38	180,46

Tabell 12.4 - EV/EBITA

12.3.5 EV/NDK

Forholdet mellom EV og netto driftskapital er en balanseorientert multiplenummer innenfor selskapskapitalmetoden. Multiplenummeret viser forholdet mellom markedsverdien til netto driftskapital og den balanseførte verdien (Damodaran, 2012, s. 533). Beregning av forholdstallet er som følger:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Netto driftskapital}} = \frac{\text{Markedsverdi av netto driftskapital}}{\text{Balanseført netto driftskapital}} = \frac{\text{VNDK}}{\text{NDK}}$$

Dersom forholdstallet er større enn 1 tilsier det at investorer priser inn at netto driftseiendeler vil skape merverdier utover balanseført kapital, noe som kan bety at selskapet skaper en netto driftsrentabilitet som er større enn kravet (Damodaran, 2012, s. 536). Om forholdstallet er lavere enn 1 kan dette indikere at selskapet har en verdiødeleggende drift. Pris/bok basert på egenkapital er som nevnt avhengig av kapitalstruktur. Av den grunn vil VNDK/NDK gi et bedre sammenligningsgrunnlag på tvers av selskapene (Knivsflå, F23, 2022, s. 40). Dessuten er multiplenummeret godt egnet som et supplerende estimat til multiplenummeret EV/EBITA og

EV/EBITDA. Beregning av forholdstallet mellom markedsverdi og balanseført verdi til netto driftskapital er fremvist i tabell 12.5:

MSEK	Betsson	Flutter	Entain	Kindred 888 Holdings
EV	11 773	296 920	129 273	20 474
/ NDK	6 758	170 619	66 774	6 056
= EV/NDK	1,74	1,74	1,94	3,38

Betsson	Median Gjennomsnitt
NDK	6 758
* EV/NDK	1,94
= EV	13 082
– Netto finansiell gjeld	394
– Verdi av kjøpsopsjoner	14
= Estimert verdi på EK	12 674
/ Antall aksjer	137
= Verdiestimat per aksje	92,64

Tabell 12.5 - EV/NDK

12.3.6 EV/Driftsinntekt

Inntektsmultipler måler selskapsverdien eller egenkapitalverdien til et selskap relativt til inntektene selskapet genererer. Dersom selskapet handles på lavere multipler enn gjennomsnittet i bransjen kan man potensielt anse selskapet som rimeligere priset (Damodaran, 2012, s. 542). En av fordelene med multipelen er at den er mindre utsatt for regnskapsfleksibilitet enn eksempelvis multipler basert på resultat og balanseførte verdier (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 362). I tillegg er forholdstallet typisk mindre volatil enn resultatmultipler (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, s. 386). En nedside med multipelen er at selskap som genererer høy inntektsvekst kan få en høy verdivurdering selv om de drifter med større tap. Over tid må nemlig et selskap skape positive kontantstrømmer og resultater for å ha en monetærverdi. Vi benytter derfor ikke denne multiplene som et mål alene, men som en av flere multipler i den komparative verdivurderingen. I tillegg vil vi vekte denne multipelen lavere i verdiestimatet. Multipelen beregnes i henhold til formelen under (Damodaran, 2012, s. 542):

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Driftsinntekter}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Beregning av forholdet mellom EV og driftsinntekter for Betsson og de komparative selskapene er som følger:

MSEK	Betsson	Flutter	Entain	Kindred 888 Holdings	
EV	11 773	296 920	129 273	20 474	1 577
/ Driftsinntekter	7 755	97 383	48 588	16 561	9 041
= EV/DI	1,52	3,05	2,66	1,24	0,17

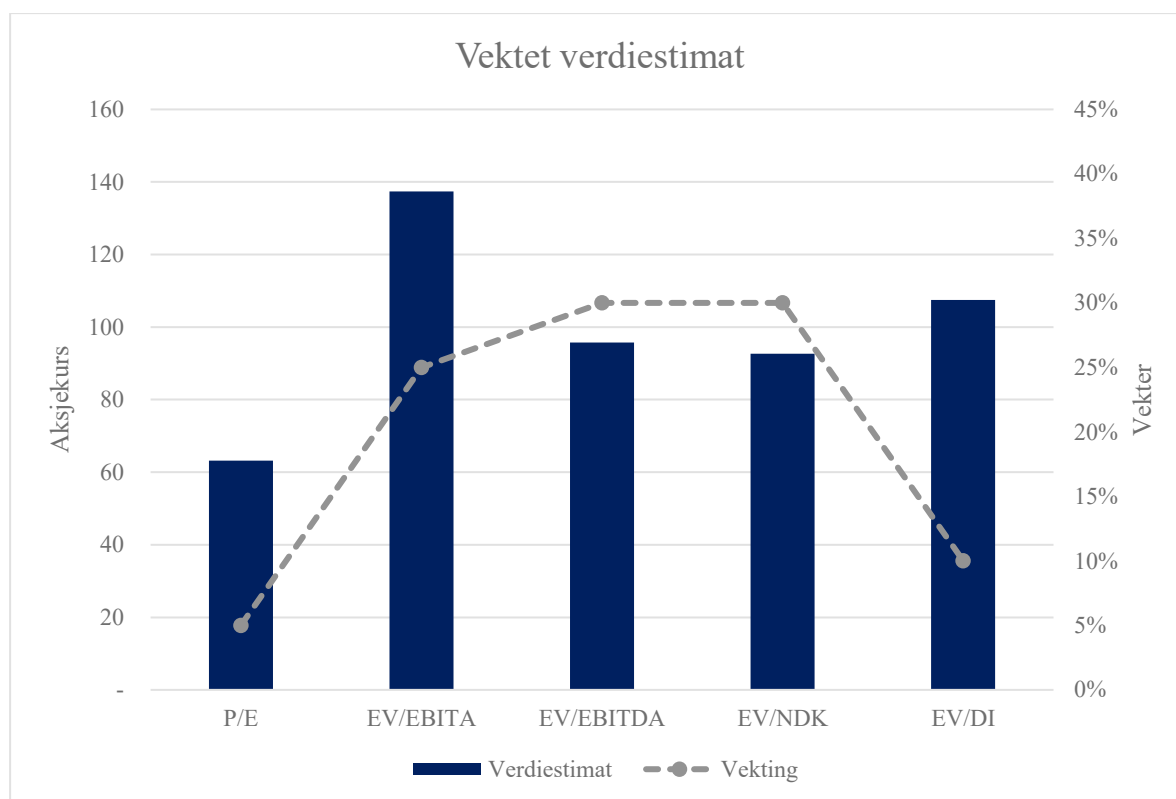
Betsson	Median	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	7 755	7 755
* EV/DI	1,95	1,73
= EV	15 109	13 398
– Netto finansiell gjeld	394	394
– Verdi av kjøpsopsjoner	14	14
= Estimert verdi på EK	14 701	12 989
/ Antall aksjer	137	137
= Verdiestimert per aksje	107,46	94,95

Tabell 12.6 - EV/Driftsinntekter

12.4 Verdiestimert med komparativ verdivurdering

I dette kapittelet har vi foretatt en supplerende verdivurdering av egenkapitalen til Betsson. Ved å supplere den fundamentale verdsettelsen med en komparativ verdsettelse har vi økt påliteligheten i verdiestimert. Den komparative verdivurderingen basert på medianene har gitt et verdiestimert fra SEK 63,28 til SEK 137,9. Komparativ verdivurdering er på lik linje med fundamental verdivurdering preget av usikkerhet, og som diskutert i kapittel 12.3 er det mange forhold som påvirker multiplene. Ved å vektlegge hver enkelt multiplenummer etter relevans og hensikt vil usikkerheten dempes. Multiplenummer fra egenkapitalmetoden vektlegges lavere enn multiplenummer i selskapskapitalmetoden, da P/B og P/E ikke er justert for de ulike finansieringsstrukturene til de komparative selskapene.

Videre har vi valgt å vektlegge EV/EBITDA mest ettersom forholdstallet gir et godt sammenligningsgrunnlag mellom selskapene. Forholdstallet er mindre påvirket av ulike regnskapsvalg på tvers av selskapene (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 516). Derimot vil ikke forholdstallet ta hensyn til fremtidige investeringer som selskaper potensielt vil foreta. Dette blir til en viss grad hensyntatt i EV/EBITA og EV/NDK, som også vektlegges høyt. EV/DI vektlegges lavest av multiplenummer knyttet til selskapskapitalmetoden grunnet at forholdstallet bare tar hensyn til selskapets inntekter, ikke kostnadsstrukturen. Verdiestimert baseres på medianverdiene fremfor gjennomsnittene for å redusere påvirkningen fra ekstremverdier. Figur 12.1 viser verdiestimert basert på medianverdien for hver multiplenummer, samt tillagt vekting.



Figur 12.1 - Vektet verdiestimat

Tabell 12.7 viser oppsummering av verdiestimatet ved bruk av de ulike multiplene, som er vektet etter relevans. Estimatenes er basert på median- og gjennomsnittsverdi. Det endelige estimatet ved bruk av komparativ verdsettelse er markert i fet skrift.

Multipler	Median	Gjennomsnitt	Vekting
P/B	104,83	101,68	0 %
P/E	63,17	111,41	5 %
EV/EBITA	137,38	180,46	25 %
EV/EBITDA	95,73	122,18	30 %
EV/NDK	92,64	200,40	30 %
EV/DI	107,46	94,95	10 %
Vektet estimat på aksjekurs	104,76	156,95	100 %

Tabell 12.7 - Endelig komparativt verdiestimat

Som vi ser av tabell 12.7 er det endelige verdiestimatet fra den komparativt verddivurdering SEK 104,76 per aksje. Verdiestimatet fra den fundamentale verddivurderingen er SEK 101 justert for konkurriserisiko. Den komparative verdsettelsen gir dermed et verdiestimat som er marginalt forskjellig fra den fundamentale verdsettelsen, hvilket underbygger relevansen av den fundamentale verdsettelsen. Det må likevel understrekes at verdiestimatet er basert på vår subjektive vektning av multiplene.

Forskjellen i prisingen på tvers multipler kan knyttes til at selskapene ikke er perfekte komparative selskaper. Selskapene opererer i stor grad på mange av de samme stedene, men geografisk tilstedeværelse er noe ulikt mellom selskapene. Eksempelvis vil ulike land ha ulike avgifter, reguleringer og skatteregler som påvirker resultatene. Flere av selskapene har opplevd vekst som følge av oppkjøp og fusjoner av ulike størrelser, hvilket har innvirkning på regnskapene. Særlig påvirkes samtlige av selskapenes regnskapstall av immaterielle eiendeler, og som nevnt er det antageligvis målefeil relatert til disse. Vi vil også trekke frem at Entain og Flutter Entertainment er noe eksponert mot tradisjonell gambling, samt at selskapene generelt er av forskjellig størrelse.

Grunnet svakhetene til den komparative verdsettelsen vil den fundamentale verdivurderingen vektlegges mest, men analysen fra den komparative verdivurderingen gir verdifull innsikt og anses som en god supplerende vurdering til det fundamentale verdiestimatet.

13. Oppsummering og konklusjon

Det siste kapittelet av masterutredningen vil oppsummere hovedfunnene i oppgaven. Videre vil det konkluderes et endelig verdiestimat, som blir sammenlignet med kursmål fra diverse meglerhus. Avslutningsvis gir vi vårt forslag til handelsstrategi.

13.1 Oppsummering av hovedfunn

I masterutredningen har vi gjennomført ulike analyser i den hensikt å verdivurdere egenkapitalen til Betsson. Innledningsvis presenterte vi Betsson, de komparative selskapene og den nettbaserte gamblingbransjen. Bransjen er preget av ulike konkurranse- og makroforhold, som ble presentert og diskutert. Videre ble det gjennomført en strategisk analyse for å identifisere underliggende kilder til en potensiell strategisk fordel. Analysen konkluderte med at Betsson har hatt en stor strategisk fordel, som vil reduseres til et moderat nivå på lang sikt. Gjennom en kvantitativ strategisk regnskapsanalyse bekreftet vi konklusjonen fra den strategiske analysen. I regnskapsanalysen ble det gjennomført en analyse av kredittrisiko og lønnsomhet, som resulterte i en syntetisk rating. For å foreta denne beregningen, omgrupperte og justerte vi regnskapene til Betsson og bransjen. Den strategiske analysen og den strategiske regnskapsanalysen ble videre benyttet som grunnlag for å utarbeide et fremtidsregnskap, hvor vi foretok antakelser om utviklingen til Betsson og bransjen frem til «steady state».

Det fundamentale verdiestimatet ble estimert gjennom en konvergeringsprosses med verdivektede fremtidskrav. Verdsettelsesmetoden resulterte i et verdiestimat på SEK 104,5 per aksje. Ved å gjennomføre en rimelighetsvurdering ga verdiestimatet et pris/bok forhold på 2,25, og det bekreftet at Betsson skaper betraktelig merverdi i form av en superrentabilitet. Pris/fortjeneste forholdet knyttet til verdiestimatet viste en minkende strategisk fordel på lengre sikt. Dette samsvarer med konklusjonen i den strategiske analysen og strategiske regnskapsanalysen. I kapittel 8 ble det avdekket at selskapet har hatt en stor strategisk fordel, hvor hovedkilden var en stor ressursfordel, som bestod av en omløpsfordel og en stor marginfordel.

Analysen av bransjefordelen viste at bransjen beveget seg fra å ha en bransjefordel til å ha en bransjeulempe over analyseperioden. Fra Porters femkraftsmodell avdekket vi at bransjen preges av mange aktører med lav markedsrett, få substitutter og høye etableringsbarrierer. Bransjens udifferensierte natur gjør det vanskelig for selskapene å skille seg fra sine konkurrenter, hvilket øker den interne rivaliseringen. De siste årene har bransjen vært preget

av større politiske og juridiske reguleringer, som påvirker marginene. Det forventes dog at reguleringene vil normalisere seg noe på lengre sikt, hvilket demper usikkerheten og skaper mer forutsigbarhet for selskapene. Flere av de komparative selskapene har gjennomført større oppkjøp, hvor det har blitt betalt solide prispremier. Samtidig som marginene har blitt redusert, har netto driftseiendeler økt over analyseperioden. Samlet sett påvirker dette driftsrentabiliteten for bransjen i stor grad. Økt legalisering av nettbasert gambling og digitalisering i fremvoksende markeder skaper stort vekstpotensial for bransjen, og konkurranseintensiteten vil kunne bli dempes som følge av dette. For øvrig har bransjesnittet investert mye i egen teknologi, og fokusert på å flytte mye av teknologien internt. Internkontroll gjør bransjen mindre avhengig av tredjeparter, hvilket vil øke netto driftsmarginene. På bakgrunn av ovennevnte argumenter har vi konkludert med at bransjeulempen vil vokse til en liten bransjefordel på lang sikt.

Betsson har over tid hatt en omløpsfordel og stor marginfordel, og som følge av dette klart å skape store merverdier. Selskapets særegne ressurser og egenskaper i form av sterk internutvikling, Techsson, lang bransjeerfaring og tilstedeværelse i Latin-Amerika gir grunnlag for en stor ressursfordel på kort sikt. Betsson sin tidlige satsing på egen spillplattform har gitt dem en effektiv drift, noe som reflekteres i superrentabiliteten. Selskapets strategiske posisjon i ulike markeder slik som tilstedeværelsen i Latin-Amerika, gjør at de er i stand til å ta del i fremtidig markedsvekst. Det forventes således økt konkurranse i Latin-Amerika i perioden fremover, som potensielt vil redusere ressursfordelen til Betsson. Flere av de komparative selskapene har de siste årene investert i egne spillplattformer, som vil redusere deres avhengighet av tredjeparter. Selv om bransjeulempen forventes å øke til en liten bransjefordel, anses ressursfordelen til Betsson å reduseres til liten på lang sikt som følge av at selskapets konkurransefortrinn blir innhentet av konkurrentene. Utviklingen i bransjefordelen vil som et resultat av dette være viktig for at Betsson skal kunne oppnå en moderat strategisk fordel i fremtiden.

Verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen er justert for ytterligere konkurrisiko, hvilket ga et verdiestimat på SEK 104,4 per aksje. For å undersøke usikkerheten i estimatet, ble det gjennomført en simuleringsanalyse og sensitivitetsanalyse. Verdiestimatet ble på bakgrunn av de ulike analysene justert ned til SEK 101 per aksje. Analysene konkluderte med at det er usikkerhet relatert til estimatet, samt at *ndm T*, *justert egenkapitalbeta*, *onde T*, *risikofri rente* og *annen risikopremie* er variablene som påvirker verdiestimatet mest.

Det ble foretatt en komparativ verdivurdering som en supplerende metode til den fundamentale verdsettelsen i den hensikt å øke påliteligheten i det endelige verdiestimatet. Den komparative verdivurderingen ga et verdiestimat på SEK 104,76 per aksje, som er marginalt forskjellig fra det fundamentale verdiestimatet. Dette underbygger relevansen av den fundamentale verdsettelsen. Det må dog understrekes at den komparative verdsettelsen er basert på vår subjektive vekting av multiplene.

13.2 Endelig verdiestimat

I masterutredningen har vi gjennomført en fundamental verdivurdering, supplert med en komparativ verdivurdering. Det fundamentale verdiestimatet er SEK 101 per aksje, mens det komparative verdiestimatet er SEK 104,76 per aksje. I det endelige verdiestimatet vil de ulike verdiestimatene bli skjønsmessig vektet basert på relevans.

Det fundamentale verdiestimatet er et resultat av flere analyser og store mengder informasjon, i tillegg til å være hovedteknikken for verdsettelse i masterutredningen. I kapittel 12 ble det redegjort for diverse svakheter med den komparative verdivurderingen. Basert på disse svakhetene vil det fundamentale verdiestimatet vektlegges 80 prosent mens det komparative verdiestimatet vektlegges 20 prosent. Beregningen av det endelige verdiestimatet er som følger:

$$\text{Endelig verdiestimat} = 101 * 0,8 + 104,87 * 0,2 = \text{SEK } 101,774$$

Med ovennevnte vekting er endelig verdiestimat på egenkapital til Betsson SEK 101,77 per aksje. Pris per A- og B-aksje er dermed SEK 110,66 og SEK 100,60. Børskursen til Betsson per 30.11.22 var SEK 85,70 per B-aksje, hvilket er 14,8 % lavere enn vårt verdiestimat.

Som fremvist priser vi Betsson sin egenkapital høyere enn børsen som følge av at vi tror bransjen vil levere gode resultater i perioden fremover. Vi mener markedet undervurderer varigheten av Betsson sin ressursfordel. Selv om vi anser samtlige konkurransefortrinn som imiterbare, vil det ta tid for bransjen å innhente fortrinnene. Eksempelvis vil det være ressurskrevende for bransjeselskapene å ta igjen Betsson sitt forsprang i Latin-Amerika. I tillegg tror vi at Techsson kan være vanskelig å imitere, hvilket gjør at de har en marginfordel på mellomlang sikt.

Et annet viktig forhold er Betsson sin oppkjøpshistorikk. Til tross for at onde er påvirket av målefeil, tyder omløpsfordelen på at Betsson genererer mer per krone investert enn bransjen. Tallene viser følgelig at Betsson virker å gjøre gode oppkjøp, og at de drar nytte av lave

integrasjonskostnader. Samlet sett mener vi at våre vurderinger angående ressursfordelen er fornuftig, og vi anser estimatet som rimelig selv om det er høyere enn nåværende børskurs.

13.3 Sammenligning med kursmål fra diverse meglerhus

Aksjeanalytikere kan være påvirket av diverse forhold som går ut over objektiviteten i deres kursmål. Damodaran hevder at analytikere generelt anser flere selskap som undervurdert enn overvurdert, noe som resulterer i flere kjøps- enn salgsanbefalinger (Damodaran, 2012, s. 2). En av grunnene til dette er at analytikerne kan oppleve press fra interne porteføljeforvaltere som holder større posisjoner i aksjer (Damodaran, 2012, s. 2). Det anses endog relevant å undersøke hvilke kursmål meglerhusene har tilskrevet Betsson. En oversikt over de ulike kursmålene følger i tabellen under (Riktkurs.nu, u.å.) (industri, 2022):

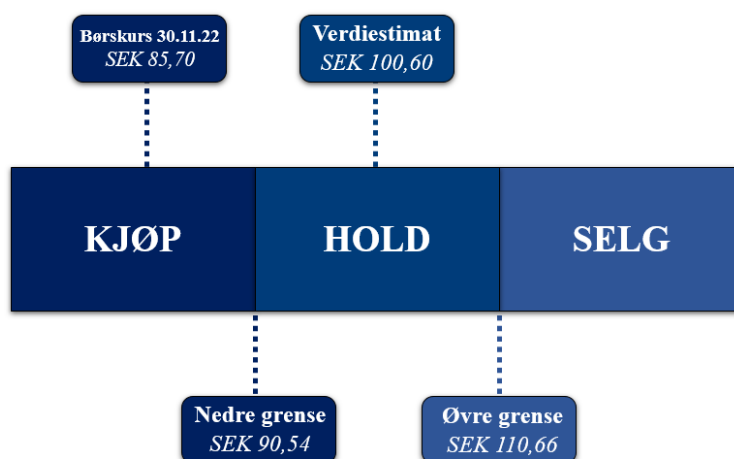
Meglerhus	Dato	Kursmål
Berenberg	14.11.2022	72
DNB Markets	31.10.2022	105
Pareto Securities	27.10.2022	110
Carnegie	27.10.2022	82
Deutsche Bank	12.10.2022	78
Gjennomsnitt		89
Median		82

Tabell 13.1 – Oversikt over kursmål fra diverse meglerhus

Som nevnt i kapittel 13.2 er vårt endelige verdiestimat SEK 100,6 per B-aksje. Gjennomsnittet av kursmålene gir et kursmål på SEK 89 per B-aksje, som er 11,5 % lavere enn vårt estimat. Det er dog viktig å trekke frem at spredningen i kursmålene er relativt stor. Pareto Securities har et kursmål på SEK 110, samtidig som Berenberg har et kursmål på SEK 72.

13.4 Forslag til handelsstrategi

Etter å ha estimert et endelig verdiestimat kan vi nå foreslå en handelsstrategi for Betsson. I en handelsstrategi vil det være ulike grenser som legger til grunn hvilken anbefaling som blir gitt. Vårt endelige verdiestimat er **SEK 100,6** per B-aksje. Sett opp mot børskursen vil en kjøpsanbefaling bli gitt i det tilfellet børskursen er minst 10 prosent under vårt verdiestimat. Dersom børskursen er 10 prosent over vårt verdiestimat, legger vi til grunn en salgsanbefaling. Figur 13.1 illustrerer handelsstrategien:



Figur 13.1 - Anbefalt handelsstrategi

Børskursen til Betsson per 30.11.22 var SEK 85,70, hvilket er lavere enn vårt verdiestimat. Børskursen ligger under den nedre grensen på SEK 90,54 og av den grunn gir vi en kjøpsanbefaling. Vi anser Betsson som undervurdert, hvor børskursen er 14,8 % lavere enn vårt verdiestimat. Til slutt må det presiseres at verdiestimatet er basert på våre forutsetninger og subjektive vurderinger, og andre investorer vil kunne tilskrive Betsson et annet verdiestimat. Dette understrekes også av variasjonen i kursmålene til meglerhusene.

Referanser

Bøker

- Barney, J. (2014). *Gaining and Sustaining Competitive Advantage (Fourth Edition)*. Essex: Pearson.
- Benninga, S. (2014). *Financial Modeling (Fourth Edition)*. London: Massachusetts Institute of Technology.
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2020). *Corporate Finance*. Boston, USA: Pearson Education Limited.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset (University Edition)*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Erichsen, M., Solberg, F., & Stiklestad, T. (2018). *Ledelse i små og mellomstore virksomheter*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Grant, R. M. (2019). *Contemporary Strategy Analysis*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Hill, C. W., & Jones, G. R. (2013). *Theory of Strategic Management (10th edition)*. Houghton Mifflin Harcourt.
- Hull, J. C. (2018). *Options, Futures, and Other Derivatives (Ninth edition)*. Essex: Pearson.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper (2. utgave)*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and managing the value of companies (Seventh edition)*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation (5th edition)*. Andover, Hampshire: Cengage.
- Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation (Fifth Edition)*. Singapore: McGraw-Hill Education.
- Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2021). *Financial Statement Analysis (2nd edition)*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Schoenmaker, D., & Schramade, W. (2019). *Principles of Sustainable Finance*. New York: Oxford University Press.
- Stock, J. H., & Watson, M. W. (2020). *Introduction to Econometrics*. Harlow: Pearson Education Limited.
- Sørgard, L. (2003). *Konkurransestrategi*. Bergen: Fagbokforlaget.

Forelesninger

Knivsfå, K. H. (2022). Fagmøte 1: Strategi, trailing og omgruppering.
Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsfå, K. H. (2022). Fagmøte 5: Verdivurdering, uvisse og handlestrategi.
Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsfå, K. H. (2022). Forelesning 1: Verdivurdering kva er det?
Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsfå, K. H. (2022). Forelesning 2: Strategi, rekneskap og verdi.
Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsfå, K. H. (2022). Forelesning 3: Reknskapsanalyse ramme og "Trailing".
Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsfå, K. H. (2022). Forelesning 4: Omgruppering for analyse.
Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsfå, K. H. (2022). Forelesning 5: Omgruppering balanse og kontantstrøm.
Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsfå, K. H. (2022). Forelesning 6: Rekneskapsbasert måling.
Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsfå, K. H. (2022). Forelesning 7: Målefeil.
Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsfå, K. H. (2022). Forelesning 8: Finansregnskap omgruppert og justert.
Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsfå, K. H. (2022). Forelesning 9: Kredittvurdering syntetisk rating.
Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsfå, K. H. (2022). Forelesning 10: Avkastningskrav = målestokk for rentabilitet.
Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsfå, K. H. (2022). Forelesning 11: Strategisk rentabilitetsanalyse.
Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsfå, K. H. (2022). Forelesning 12: Strategisk driftsanalyse.
Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsfå, K. H. (2022). Forelesning 13: Ramme for budsjett, vekst og framskriving.
Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2022). Forelesning 14: Budsjettering av drift og finans.
Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2022). Forelesning 15: WACC, fullstendige krav og strategisk fordel.
Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2022). Forelesning 16: Praksis, ramme; EK-metode med fire modeller.
Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2022). Forelesning 17: Selskapskapitalmetode og konvergens.
Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2022). Forelesning 18: Uvisse i verdiestimatet.
Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2022). Forelesning 19: Handling og emne i fundamental verdivurdering.
Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H. (2022). Forelesning 23: Komparativ verdivurdering.
Bergen: Norges Handelshøyskole.

Års- og kvartalsrapporter

888 Holdings. (2017). 2016 Annual Report. 888 Holdings.

888 Holdings. (2018). 2017 Annual Report. 888 Holdings.

888 Holdings. (2019). 2018 Annual Report. 888 Holdings.

888 Holdings. (2020). 2019 Annual Report. 888 Holdings.

888 Holdings. (2021). 2020 Annual Report. 888 Holdings.

888 Holdings. (2022a). 2021 Annual Report. 888 Holdings.

888 Holdings. (2022). 2021 Annual Report. 888 Holdings.

Betsson. (2011). Betsson AB Annual rapport 2010. Betsson.

Betsson. (2012). Betsson AB annual report 2011. Betsson.

Betsson. (2014). Annual report 2013. Betsson.

Betsson. (2018). BETSSON AB ANNUAL REPORT 2017. Betsson.

Betsson. (2019). 2018 ANNUAL REPORT. Betsson.

Betsson. (2020). 2019 ANNUAL REPORT. Betsson.

Betsson. (2021). Annual and Sustainability Report for 2020. Betsson.

Betsson. (2022). Annual and Sustainability Report for 2021. Betsson.

Betsson. (2022c). Betsson AB (publ) interim report April – June 2022. Betsson.

Betsson. (2022g). Year-end report 1 January – 31 December 2021. Betsson.

Cherry Group. (2006). Annual report 2005. Cherry Group.

Draftkings. (2021). Draftkings Inc. 2020 Annual Report. Draftkings.

Entain Group. (2021). Entain 2020 Annual Report. Entain Group.

Entain Group. (2022). 2021 Annual Report. Entain Group.

Entain Group. (2022a). 2021 Interim Results. Entain Group.

Paddy Power Betfair plc. (2017). Annual Report and Accounts 2016. Paddy Power Betfair plc.

Paddy Power Betfair plc. (2018). Annual Report and Accounts 2017. Paddy Power Betfair plc.

Paddy Power Betfair plc. (2019). Annual Report and Accounts 2018. Paddy Power Betfair plc.

Flutter Entertainment. (2020). Annual Report and Accounts 2019. Flutter Entertainment.

Flutter Entertainment. (2021). Annual Report and Accounts 2020. Flutter Entertainment.

Flutter Entertainment. (2022). Annual Report 2021. Flutter Entertainment.

Flutter Entertainment. (2022a). Interim Results 2022. Flutter Entertainment.

GVC Holdings. (2017). GVC Holdings Annual Report 2016. GVC Holdings.

GVC Holdings. (2018). GVC Holdings Annual Report 2017. GVC Holdings.

GVC Holdings. (2019). GVC Holdings Annual Report 2018. GVC Holdings.

GVC Holdings. (2020). GVC Holdings Annual Report 2019. GVC Holdings.

Kindred Group. (2017). Annual 2016. Kindred Group.

Kindred Group. (2018). Annual 2017. Kindred Group.

Kindred Group. (2019). Annual 2018. Kindred Group.

Kindred Group. (2020). Annual 2019. Kindred Group.

Kindred Group. (2021). Annual and Sustainability Report 2020. Kindred Group.

Kindred Group. (2022). Annual and Sustainability Report 2021. Kindred Group.

Kindred Group. (2022a). Interim report Q2. Kindred Group.

Internettbaserte kilder

888 Holdings. (u.å.). *Out Products*. Hentet 12 september, 2022, Hentet fra: <https://corporate.888.com/about-us/#products>

B Enos. (2021, desember 23). *Enos tech*. Hentet fra www.Enostech.com: <https://www.enostech.com/how-smartphones-have-changed-the-course-of-gambling/>

Betsson. (2021a, oktober 25). *Betsson AB*. Hentet fra news.cision.com: <https://news.cision.com/betsson-ab/r/betsson-ab-s-new-board-of-directors-has-decided-to-withdraw-decision-to-replace-the-ceo--pontus-lind%2Cc3439581>

Betsson. (2022a, september 20). *Betsson Pokerlobby*. Hentet fra Betsson.com: <https://www.betsson.com/no/poker>

Betsson. (2022b, oktober 19). *Betsson AB*. Hentet fra www.betsson.com: <https://www.betssonab.com/en/analysts>

Betsson. (2022d, september 01). *Betssonab.com*. Hentet fra Betssonab.com: <https://www.betssonab.com/en/history>

Betsson. (2022e, september 02). *Betssonab.com*. Hentet fra www.betssonab.com: <https://www.betssonab.com/en/mergers-and-acquisitions>

Betsson. (2022f, juli 31). *Betssonab.com*. Hentet fra www.betssonab.com: <https://www.betssonab.com/en/shareholders>

Burns, W. (2018, november 14). *Online Gambling: Comparing Regulated to Unregulated Markets*. Hentet fra Onlinebettingsites.com: <https://www.onlinebettingsites.com/comparing-regulated-unregulated-markets/>

Caman Currency Exchange. (2020, september 20). *Caman Currency Exchange*. Hentet fra www.canamcurrencyexchange.com: <https://canamcurrencyexchange.com/9-factors-that-influence-currency-exchange-rates/>

CentralBankNews. (u.å.). *Central Bank News*. Hentet november 09, 2022, Hentet fra www.centralbanknews.info: <http://www.centralbanknews.info/p/inflation-targets.html>

Cision PR Newswire. (2022, April 1). *Global Gambling Markets Report 2022-2026 & 2030*. Hentet september 08, 2022, Hentet fra <https://www.prnewswire.com/news-releases/global-gambling-markets-report-2022-2026--2030-increasing-popularity-of-gambling-apps-and-social-gambling-will-propel-the-growth-of-the-market-going-forward-301515642.html>

Cohen, A. (2019, oktober 3). *Flutter Entertainment Acquires The Stars Group to Create Global Online Betting Superpower*. Hentet fra Sport Techie: <https://www.sporttechie.com/flutter-entertainment-the-stars-group-global-online-betting-superpower>

Crowdstrike. (2022). *MBA Knowledge Base*. Hentet fra www.mbaknol.com:
<https://www.mbaknol.com/international-business/the-importance-of-population-trends-in-business/>

Damodaran, A. (2022, januar 05). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Hentet oktober 26, 2022, Hentet fra www.pages.stern.nyu.edu:
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Damodaran, A. (u.å.). *Historical Implied Equity Risk Premiums*. Hentet november 25, 2022, Hentet fra Damodaran ONLINE:
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/implpr.html

Deloitte. (2021). *Facing the Challenges of Vertical Integration in the Gambling Industry*. Hentet fra <https://www2.deloitte.com/rs/en/pages/strategy-operations/articles/facing-the-challenges-of-vertical-integration-in-the-gambling-industry.html>

Deloitte. (2022). *Gambling Tech Trends – How emerging technologies are transforming games of chance - Part 2: Extended Reality*. Hentet fra:
<https://www2.deloitte.com/hu/en/pages/technology/articles/gambling-tech-trends-2022-emerging-technologies-are-transforming-games-of-chance.html>

Deloitte. (u.å.). *IAS 17 – Leases*. Hentet november 03, 2022, Hentet fra
<https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias17>

Deloitte. (u.å.). *Play to win: A Deloitte perspective on challenges in the gaming industry*. Hentet November 02, 2022. Hentet fra Webområde for Deloitte UK:
<https://www2.deloitte.com/mt/en/pages/technology-media-and-telecommunications/articles/mt-gaming-article-play-to-win-icini.html>

Directa. (u.å.). *Directa Company Formations in Malta*. Hentet oktober 10, 2022, Hentet fra www.companyinmalta.net: <https://www.companyinmalta.net/library/malta-gaming-taxes>

Entain Group. (u.å.). *History*. Hentet 10 september, 2022, Hentet fra entaingroup.com:
<https://entaingroup.com/about/business-overview/history/>

Esse N Videri. (2022). *OFF-SHORE GAMBLING LICENSES AND REGULATED MARKETS*. Hentet fra <https://env.media/international-gambling-licenses-current-scope-and-future-outlook/>

European Commission. (2022). *Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs*. Hentet fra Webområde for Europeiske Unionen: https://single-market-economy.ec.europa.eu/sectors/online-gambling_en

Evans, J. (2022, april 29). *Q&A: Pontus Lindwall on Betsson's Q1 results and "damaging" regulation in Western Europe*. Hentet fra igamblingnext.com:
<https://igamblingnext.com/news/qa-pontus-lindwall-on-betssons-q1-results-and-damaging-regulation-in-western-europe/>

Exacta Solutions. (2022, august 23). *Deal Makers: The Top 10 iGaming M&A Deals Of 2022 (So Far)*. Hentet fra Webområde knyttet til oppkjøp og fusjoner: <https://www.exactasolutions.com/top-10-igaming-ma-deals-2022/>

Exchange rates UK. (u.å.). *Euro to Swedish Krona Spot Exchange Rates for 2022*. Hentet 12 september, 2022, Hentet fra www.exchangerates.org.uk: <https://www.exchangerates.org.uk/EUR-SEK-spot-exchange-rates-history-2022.html>

FIFA. (2022). *FIFA World Cup Qatar 2022*. Hentet fra: <https://www.fifa.com/fifaplus/en/articles/qatar-2022-all-qualified-teams-groups-dates-match-schedule-tickets-more>, avlest 28.09.22

Forskerforbundet. (u.å.). *ABC om lønnsoppgjør*. Hentet 22 september, 2022, Hentet fra www.forskerforbundet.no: <https://www.forskerforbundet.no/verktøykasse/ordliste/#KBU>

Focus Gaming News. (2021, juni 12). *Dutch online gambling market “larger than previously thought”*. Hentet 23 oktober, 2022, Hentet fra focusgn.com: <https://focusgn.com/dutch-online-gambling-market-larger-than-previously-thought>

FSGA. (u.å.). *Industry Demographics*. Hentet 22 september, 2022, Hentet fra thefsga.org: <https://thefsga.org/industry-demographics/>

Gambling Commission. (2022a, september 12). *Online LCCP*. Gambling Commission. Hentet fra: <https://www.gamblingcommission.gov.uk/licensees-and-businesses/lccp/online>

Gambling Commission. (u.å.). *Operating licences*. Gambling Commission. Hentet 14 september, 2022, Hentet fra: <https://www.gamblingcommission.gov.uk/licensees-and-businesses/guide/operating-licences>

Gambling Commission. (u.å.). *What we regulate*. Hentet 09 oktober, Hentet fra Webområde knyttet til informasjon om Gambling Commission: <https://www.gamblingcommission.gov.uk/about-us/guide/what-we-regulate>

Healthdirect. (2020, juni). *Gambling addiction*. Hentet fra Healthdirect.gov.au: <https://www.healthdirect.gov.au/gambling-addiction>

HR News. (2022, juni 6). *The Essentials of an Online Casino Marketing Strategy*. Hentet fra Webområde for HR News: <https://hrnews.co.uk/the-essentials-of-an-online-casino-marketing-strategy/>

Independent.ie. (2016, mai 02). *Paddy Power Betfair begins trading after €8bn merger is completed*. Hentet fra www.independent.ie: <https://www.independent.ie/business/paddy-power-betfair-begins-trading-after-8bn-merger-is-completed-34416034.html>

industri, D. (2022, november 29). *Bolagsnyheter*. Hentet fra Bolagsnyheter Betsson: <https://www.di.se/bors/aktier/bets-b-1508/nyheter/?tab=3>

Innoves iGaming. (2020, oktober). *The Most Favorable Online Gambling Legal Areas to Enter in 2020*. Hentet fra Webområde for Innoves iGaming: <https://innovecsgaming.com/blog/online-gambling-legal-markets/>

IMF. (2022a, september 26). *IMF Datamapper*. Hentet fra imf.org: <https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD>

IMF. (2022b, april). *Real GDP growth*. Hentet fra www.imf.org: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD

Insights Success. (2022). *Top Online Casino Game Providers: Who are They*. Hentet fra Webområde for Insight Success: <https://insightssuccess.com/top-online-casino-game-providers-who-are-they/>

Kereibayev, O. (2022, august 18). *The SumsuBer Best practices for KYC/AML*. Hentet fra: <https://sumsub.com/blog/gambling-in-canada/>

KPMG Malta. (2022, juni 9). *A Vision for Sustainability in the Gaming Sector*. Malta. Hentet fra <https://home.kpmg/mt/en/home/insights/2022/06/a-vision-for-sustainability-in-the-gaming-sector.html>

Law&Trust International. (u.å.). *UK ONLINE GAMBLING TAXATION*. Hentet 25 august, 2022, Hentet fra lawtrust.com: <https://lawstrust.com/en/autor/klymenko/uk-online-gambling-taxation>

LeanBackPlayer. (2021, juni 24). *The Psychology of Casino Games: Why Gambling is Fun, and Why It Sometimes Spins Out of Control*. Hentet fra Leanback Player: <https://www.leanbackplayer.com/psychology-casino-games/>

Longley, S. (2021, april 12). *The Online Gambling Sector Has the Itch to Vertically Hitch*. Hentet fra Betting USA: <https://www.bettingusa.com/online-gambling-vertical-integration-trend/>

MarketWatch. (2022, desember 07). MarketWatch: Market data. *Sweden 2 Year Government Bond*. Hentet fra <https://www.marketwatch.com/investing/bond/tmbmkse-02y?countrycode=bx>

Miller, S. (2022, august 21). *How Fin-Tech Improves the Quality of the Online Gambling Industry*. Hentet fra: [How Fin-Tech Improves the Quality of the Online Gambling Industry \(intelligentliving.co\)](https://intelligentliving.co)

Ministry of the Interior. (u.å.). *Legislation helps to prevent gambling-related harm*. Hentet 11 september, 2022, Hentet fra webområde for det finske innenriksdepartementet: <https://intermin.fi/en/police/gambling>

Mulheir, C. (2022, mars 21). *US sports betting operators use social media to take advantage of DraftKings' latest technical issues*. Hentet fra [igamingnext.com](https://igamingnext.com/news/us-sports-betting-operators-use-social-media-to-take-advantage-of-draftkings-latest-technical-issues/):
<https://igamingnext.com/news/us-sports-betting-operators-use-social-media-to-take-advantage-of-draftkings-latest-technical-issues/>

Nasdaq. (2022, oktober 06). *Betsson AB (publ) - trading update for the third quarter 2022*. Hentet fra [www.view.news.eu.nasdaq.com](https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=ba620b6a8d8ea3e3f8b166e9057171236&lang=en):
<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=ba620b6a8d8ea3e3f8b166e9057171236&lang=en>

Net Entertainment. (2022, september 01). *About us*. Hentet fra [games.netent.com](https://games.netent.com/about-us/):
<https://games.netent.com/about-us/>

Nordnet. (2022, 09 12). *Entain plc*. Hentet fra [Nordnet.no](https://www.nordnet.no/market/stocks/16154773-entain?details):
<https://www.nordnet.no/market/stocks/16154773-entain?details>

Norges Bank. (2020, januar 06). *Hvordan blir styringsrenten styrende?*. Hentet fra Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/kunnskapsbanken/styringsrenten/hvordan-blir-styringsrenten-styrende/>

Norge Casino. (2022). *Swedish Gaming Authority*. Hentet fra Norge Casino:
<https://www.norgecasino.com/swedish-gaming-authority>

Oboyle, D. (2020, juni 26). *Gallup: US acceptance of gambling at record high*. Hentet fra [igbnorthamerica.com](https://www.igbnorthamerica.com/gallup-us-acceptance-of-gambling-at-record-high/): <https://www.igbnorthamerica.com/gallup-us-acceptance-of-gambling-at-record-high/>

O'Driscoll, A. (2022, september 01). *Best VPNs for gambling: How to access betting websites abroad*. Hentet fra [comparitech.com](https://www.comparitech.com/blog/vpn-privacy/vpn-gambling-abroad/): <https://www.comparitech.com/blog/vpn-privacy/vpn-gambling-abroad/>

OECD. (2022, september 22). *Household disposable income*. Hentet fra [data.oecd.org](https://data.oecd.org/hha/household-disposable-income.htm):
<https://data.oecd.org/hha/household-disposable-income.htm>

Proff.se. (2022, september 02). *Betsson AB*. Hentet fra [Proff.se](https://proff.se/befattningshavare/betsson-ab/stockholm/spelutrustningar-lotteriutrustningar/2JYTH6JI5YHQ5/):
<https://proff.se/befattningshavare/betsson-ab/stockholm/spelutrustningar-lotteriutrustningar/2JYTH6JI5YHQ5/>

PwC. (2022, juli 20). *PwC Worldwide Tax Summaries*. Hentet fra [taxsummaries.pwc.com](https://taxsummaries.pwc.com/sweden/corporate/withholding-taxes):
<https://taxsummaries.pwc.com/sweden/corporate/withholding-taxes>

Racing Post. (2019, mars 06). *Paddy Power Betfair group to change name to Flutter Entertainment*. Hentet fra [racingpost.com](https://www.racingpost.com/news/jackson-happy-with-performance-as-paddy-power-betfair-announce-name-change-plan/369398): <https://www.racingpost.com/news/jackson-happy-with-performance-as-paddy-power-betfair-announce-name-change-plan/369398>

Riktkurs.nu. (u.å.). *Betsson*. Hentet november 29, 2022, Hentet fra:
<https://www.riktkurs.nu/en/betsson/>

-
- Rose, I. N. (2022). *National Library of Medicine*. Hentet fra Legal-Age Gambling Opportunities and Restrictions: <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/books/NBK230619/>
- Salsberg, B. (2019, oktober 17). *Four tips for estimating one-time M&A integration costs*. Hentet fra EY: https://www.ey.com/en_gl/strategy-transactions/four-current-trends-estimating-mergers-acquisitions-integration-costs
- Statista Research Department. (2022, august 23). *Distribution of the global population 2022, by continent*. Hentet fra Statista.com: <https://www.statista.com/statistics/237584/distribution-of-the-world-population-by-continent/>
- Steinbach, M. (2022, juni 01). *Why successful investors focus on sustainability pre- and post-IPO*. Hentet fra www.EY.com: https://www.ey.com/en_nl/ipo/why-successful-investors-focus-on-sustainability-pre-and-post-ipo
- SSB. (2022, u.m. u.d.). *Disponibel inntekt*. Hentet fra www.ssb.no: <https://www.ssb.no/a/metadata/conceptvariable/vardok/1746/nb>
- Sundem, T. (2020, desember 14). *5 oppgaver kunstig intelligens kan løse for bedrifter*. Hentet fra Dell.com: <https://www.dell.com/no-no/blog/5-oppgaver-kunstig-intelligens-kan-loese-for-bedrifter/>
- The Guardian. (2018, mai 14). *Sports betting set to become legal across US after supreme court decision*. Hentet fra www.theguardian.com: <https://www.theguardian.com/law/2018/may/14/sports-betting-gambling-legal-supreme-court-decision>
- Travel Begins at 40. (2022, juli 14). *Travel Begins at 40*. Hentet fra: <https://www.travelbeginsat40.com/2022/07/why-is-gambling-tourism-so-popular/>
- Untamed Science. (2022). *The Science Behind Slots*. Hentet fra <https://untamedscience.com/blog/the-science-behind-slots/>
- Usmani, F. (2022, september 16). *What is a Tornado Diagram in Project Management?*. Hentet fra www.pmstudycircle.com: <https://pmstudycircle.com/tornado-diagram/>
- Worldometer. (2022, 09 12). *Latin America and the Caribbean Population*. Hentet fra Worldometer.info: <https://www.worldometers.info/world-population/latin-america-and-the-caribbean-population/>
- Wallach, O. (2022, februar 03). *Elements*. Hentet fra elements.visulcapitalist.com: <https://elements.visualcapitalist.com/the-worlds-growing-middle-class-2020-2030/>
- Worldometer. (u.å.). *Canada Population*. Hentet 12 oktober, 2022, Hentet fra Worldometer: <https://www.worldometers.info/world-population/canada-population/>
- Wyludda, A. (2008, u.m. u.d.). *Grin your knowledge has value*. Hentet fra grin.com: <https://www.grin.com/document/129645>

Artikler

Auer, M., & Griffiths, M. D. (2022, juli 19). Using artificial intelligence algorithms to predict self-reported problem gambling with account-based player data in an online casino setting. *Journal of Gambling Studies*. <https://doi.org/10.1007/s10899-022-10139-1>

Bonnet, A., & Kolev, A. (2021). The middle class in Emerging Asia: Champions for more inclusive societies? *OECD Development Centre Working Papers*, No. 347. Publishing, Paris. <https://doi.org/10.1787/93af380b-en>.

Calvosa, P. (2016). Loyalty Typologies and Consumer Choice Factors in the Online Sports-Betting Industry: An Explorative Study into the Italian Regulated Market. *University of Naples Federico II*, Vol (8), No. 5. <https://doi.org/10.5539/ijms.v8n5p1>

Damodaran, A. (2005, juni 30). The Value of Control: Implications for Control Premia, Minority Discounts and Voting Share Differentials. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.837405>

Eckbo, B. E. (2009). Bidding strategies and takeover premiums: A review. *Journal of Corporate Finance*, Vol (15), s. 149-178, ISSN 0929-1199. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.09.016>.

Fernandez, P., Garcia, T., & Acin, J. (2022, mai 23). Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 95 countries in 2022. *IESE Business School*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3803990>

Fiedler, I. (2018). Regulation of online gambling. *Economics and Business Letters*, Vol 7(4), ss. 162–168. <https://doi.org/10.17811/ebl.7.4.2018.162-168>

Gainsbury, S.M. (2015). Online Gambling Addiction: The Relationship Between Internet Gambling and Disordered Gambling. *Curr Addict Rep* 2, 185–193 (2015). <https://doi.org/10.1007/s40429-015-0057-8>

Kinserdal, F. (2022, juni 29). Bedre analyser med nye leasing-regler? *Kapital*. https://www.kapital.no/kapitalt/2022/06/29/7885897/finn-kinserdal-nhh-bedre-analyser-med-nye-leasing-regler?zephyr_sso_ott=jJy89q

NHO. (u.å.). Selskapsskatt. *NHO*. <https://www.nho.no/tema/skatter-og-avgifter/artikler/selskapsskatt/>. Avlest 04.10.22.

Svendsen, M. (2021, september 17). Betsson-sjef Pontus Lindwall har fått sparken. *E24.no*. https://e24.no/naeringsliv/i/z74Xnq/betsson-sjef-pontus-lindwall-har-faatt-sparken?utm_source=kopierlink&utm_content=deleknapp&utm_campaign=bunn

Rapporter

Abbott, M. (2017). *The epidemiology and impact of gambling disorder and other gambling-related harm*. World Health Organization.

Almqvist, V. (2022). *The degree of channelization on the Swedish online gambling market*.

Arnell, M. (2021). *BETSSON Something's not right*. DNB Markets.

Arnell, M. (2022). *BETSSON In the growth zone*. Oslo: DNB Markets.

Arnell, M. (2022a). *BETSSON Strong sportsbook momentum*. DNB.

Arnell, M. (2022b). *BETSSON Unique strategy paying off*. DNB Markets.

Business Wire. (2022). *Online Gambling Global Market Opportunities and Strategies To 2030, By Game Type, Device*.

European Central Bank (2022). *Monetary policy decisions*. European Central Bank

EY. (2021). *The impact of major sports events*. EY.

Federal Reserve. (2022). *Why does the Federal Reserve aim for inflation of 2 percent over the longer run? Federal Reserve*.

Gambling Commission. (2021, Juni 7). *Taking a more in-depth look at online gambling*.

GVR Grand View Research. (2022). *Online Gambling Market Size & Growth Report, 2030*.

Hajro, N., Hjarta, K., Jenkins, P., & Vieira, B. (2021). *What's next for digital consumers*. McKinsey.

Henwood, D., & Birkin, E. (2022, April 20). *Industry health check: H2 Gambling Capital*. I. London, Interviewer

IMF. (2022). *Gloomy and more uncertain July 2022*.

IMF. (2022c). *World Economic Outlook*. IMF.

KLP. (2021). *Decision to exclude gambling companies*.

Marketline. (2021). *Global Online Gambling*.

Marketline. (2022). *Global Online Gambling*.

Norges Bank Investment Management. (2022, September 21). *2025 climate action plan Driving our portfolio companies towards net zero 2050*.

PwC. (2021). *Review of unlicensed online gambling in the UK*. London: PwC.

PwC. (2022a). *Riskpremie på den svenska aktiemarknaden*. Sverige: PwC.

SSB. (2022a). *Økonomiske analyser 2/2022. Konkunkturtendensene*. SSB.

Sveriges Riksbank. (2022). *Monetary Policy Report*. Sveriges Riksbank.

UN, U. N. (2022). *World Population Prospects 2022*. United Nations Publication.

World Bank Group. (2021). *The Gradual Rise and Rapid Decline of the Middle Class*.

Figuroversikt

Figur 2.1 - Betsson sin organisasjonsstruktur	9
Figur 2.2 - Utvikling i Betsson sin aksjekurs 2008-2022, hentet fra Refinitiv Eikon.....	12
Figur 2.3 - Kursutvikling for Betsson og komparative selskaper, hentet fra Refinitiv Eikon	14
Figur 2.4 - Oversikt over gamblingsegmenter og markedsstørrelse (Marketline, 2022)	17
Figur 2.5 - Oversikt over geografiske regioner og markedsstørrelse (Marketline, 2022).....	19
Figur 2.6 - Real BNP-vekst (IMF, 2022b)	26
Figur 2.7 - Utvikling i inflasjon 1995-2027 (IMF, 2022a).....	26
Figur 2.8 - Utvikling i styringsrenter for utvalgte økonomier, hentet fra Refinitiv Eikon....	28
Figur 2.9 Valutakurser, hentet fra Refinitiv Eikon.....	29
Figur 2.10 - Vekst i disponibel realinntekt for husholdninger (OECD, 2022).....	30
Figur 2.11 - Befolkningsvekst i verden 1820-2021 (Worldometer, 2022).....	31
Figur 3.1 - Livssyklus til et selskap (Damodaran, 2012, s. 645).....	52
Figur 4.1 - Rammeverk strategisk analyse	56
Figur 4.2 - PESTEL-rammeverket	57
Figur 4.3 - Oppsummering av PESTEL-analysen.....	67
Figur 4.4 - Porters femkraftsmodell	69
Figur 4.5 - Porters femkraftsmodell oppsummert	81
Figur 4.6 - SWOT.....	91
Figur 5.1 - Stegene i regnskapsanalysen	97
Figur 5.2 - Omgruppering av balanse.....	115
Figur 5.3 - Omgruppering til sysselsatt kapital	118
Figur 5.4 - Omgruppering til netto driftskapital.....	119
Figur 5.5 - Rammeverk for forholdstallsanalyse.....	128
Figur 6.1 - Likviditetsgrad 1	130
Figur 6.2 - Kortsiktig finansiell gjeldsdekning	131
Figur 6.3 - Finansiell gjeldsdekning.....	132
Figur 6.4 - Rentedekningsgrad	133
Figur 6.5 - Kontantstrøm fra drift delt på finansiell gjeld.....	134
Figur 6.6 - Egenkapitalandel	135
Figur 6.7 - Netto driftsrentabilitet	136
Figur 6.8 - Kapitalstrukturmatrisen, Betsson	137
Figur 6.9 - Kapitalstrukturmatrise i %, Betsson.....	137
Figur 6.10 - Kapitalstruktur matrise, bransjen	138

Figur 6.11 - Kapitalstrukturmatrise i %, bransjen	138
Figur 8.1 - Strategisk eierfordel, Betsson.....	157
Figur 8.2 - Bransjefordel	160
Figur 9.1 - Rammeverk for fremtidsregnskap	173
Figur 9.2 - Vekst i driftsinntekt	174
Figur 9.3 - Real BNP-vekst: 1980 til 2027e (IMF, 2022b)	177
Figur 9.4 - Rammeverk for budsjettering (Knivsflå, F13, 2022)	180
Figur 10.1 - Utvikling i den svenske styringsrenten (Sveriges Riksbank, 2022).....	193
Figur 10.2 - Utvikling av historisk og fremtidig netto driftsrentabilitet og netto driftskrav	204
Figur 10.3 - Utvikling av historisk og fremtidig egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav	205
Figur 11.1 - Rammeverk for funamental verdsettelse (Knivsflå, 2022)	207
Figur 11.2 - Konvergering mot endelig verdiestimat per aksje.....	219
Figur 11.3 - Simuleringsanalyse.....	230
Figur 11.4 - Oppsidepotensial	231
Figur 11.5 - Nedsiderisiko.....	232
Figur 11.6 - Tornadoanalyse	234
Figur 12.1 - Vektet verdiestimat.....	246
Figur 13.1 - Anbefalt handelsstrategi	252

Tabelloversikt

Tabell 2.1 - Aksjonæroversikt (Betsson, 2022f)	10
Tabell 2.2 - Oversikt over konsernledelsen sin aksjebeholdning.....	11
Tabell 2.3 - Topp 10 største aktører i markedet (Business Wire, 2022)	20
Tabell 2.42.4 - Nøkkeltall for Kindred Group basert på tall, hentet fra Refinitiv Eikon	39
Tabell 2.52.5 - Nøkkeltall for Entain, hentet fra Refinitiv Eikon	40
Tabell 2.62.6 - Nøkkeltall for 888 Holdings, hentet fra Refinitiv Eikon	42
Tabell 2.72.7 - Nøkkeltall for Flutter Entertainment, hentet fra Refinitiv Eikon	43
Tabell 4.1 - Påvirkning av politiske forhold	59
Tabell 4.2 - Påvirkning av økonomisk forhold	61
Tabell 4.3 - Påvirkning av sosiokulturelle forhold.....	64
Tabell 4.4 - Påvirkning av teknologiske forhold.....	65
Tabell 4.5 - Påvirkning av miljømessige forhold	66
Tabell 4.6 - Påvirkning av juridiske forhold	67
Tabell 4.7 - VRIO-rammeverket (Barney, 2014, s. 140)	83
Tabell 4.8 - VRIO-analyse oppsummert	89
Tabell 4.9 - Oppsummering strategisk fordel.....	93
Tabell 5.1 - Resultatregnskap, Betsson	100
Tabell 5.2 - Rapportert balanse 2016-2021, Betsson	101
Tabell 5.3 - Rapportert endring i egenkapital 2016-2021, Betsson	102
Tabell 5.4 - "Trailing" resultat, Betsson	107
Tabell 5.5 - "Trailing" balanse	108
Tabell 5.6 - "Trailing" endring i egenkapital	109
Tabell 5.7 - Fullstendig nettoresultat.....	110
Tabell 5.8 - Fullstendig driftsresultat før skatt	111
Tabell 5.9 - Fullstendig finansresultat før skatt.....	111
Tabell 5.10 - Fullstendig unormalt driftsresultat.....	112
Tabell 5.11 - Fullstendig unormalt finansresultat	112
Tabell 5.12 - Skattesatser	113
Tabell 5.13 - Unormalt netto driftsresultat.....	113
Tabell 5.14 - Unormalt netto finansresultat	113
Tabell 5.15 - Rapportert skattekostnad	114
Tabell 5.16 - Fullstendig nettoresultat til egenkapital.....	114
Tabell 5.17 - Omgruppert balanse, Betsson	117

Tabell 5.18 - Omgruppert totalbalanse, Betsson	117
Tabell 5.19 - Omgruppert operasjonell arbeidskapital	118
Tabell 5.20 - Omgruppert sysselsatt kapital	119
Tabell 5.21 - Netto finansiell gjeld.....	119
Tabell 5.22 - Netto driftskapital	120
Tabell 5.23 - Omgruppert kontantstrøm.....	120
Tabell 5.24 - Bruksrettsmidler i % av eiendeler, Betsson	122
Tabell 5.25 - Normalisert resultatregnskap, Betsson	124
Tabell 5.26 - Omgruppert totalbalanse, Betsson	125
Tabell 5.27 - Omgruppert sysselsatt kapital til Betsson.....	125
Tabell 5.28 - Omgruppert netto driftskapital.....	125
Tabell 5.29 - Endring i egenkapital	125
Tabell 5.30 - Omgruppert kontantstrøm.....	126
Tabell 5.31 - Normalisert resultat, bransjen	126
Tabell 5.32 - Totalbalanse, bransjen	127
Tabell 5.33 - Operasjonell arbeidskapital, bransjen	127
Tabell 5.34 - Sysselsatt kapital, bransjen	127
Tabell 5.35 - Netto finansiell gjeld, bransjen	127
Tabell 5.36 - Netto driftskapital, bransjen.....	128
Tabell 5.37 - Omgruppert kontantstrøm, bransjen	128
Tabell 6.1 - Syntetisk rating, Betsson.....	139
Tabell 6.2 - Syntetisk rating, bransjen.....	140
Tabell 7.1 - Risikofri rente etter skatt.....	144
Tabell 7.2 - Markedets risikopremie	146
Tabell 7.3 - Regresjonsanalyse, Excel.....	147
Tabell 7.4 - Krav til finansiell gjeld	149
Tabell 7.5 - Finansielt eiendelskrav	150
Tabell 7.6 - Netto finansiell gjeldskrav	150
Tabell 7.7 - Regresjonsutskrift fra Excel.....	151
Tabell 7.8 - Beta til finansiell gjeld.....	151
Tabell 7.9 - Beta til finansielle eiendeler	152
Tabell 7.10 - Beta til netto finansiell gjeld.....	152
Tabell 7.11 - Beta til netto driftskapital	153
Tabell 7.12 - Årlig egenkapitalbeta.....	154

Tabell 7.13 - Årlig egenkapitalkrav	154
Tabell 7.14 - Avkastningskrav til netto driftskapital.....	154
Tabell 7.15 - Avkastningskrav til sysselsatt kapital.....	155
Tabell 7.16 - Oppsummering avkastningskrav	155
Tabell 8.1 - Strategisk eierfordel, Betsson	157
Tabell 8.2 - Egenkapitalrentabilitet for Betsson og bransjen.....	158
Tabell 8.3 - Driftsfordel	159
Tabell 8.4 - Bransjefordel.....	160
Tabell 8.5 - Ressursfordel drift	162
Tabell 8.6 - Marginfordel til Betsson.....	163
Tabell 8.7 - Common size analyse, Betsson og bransjen.....	163
Tabell 8.8 - Omløpsfordel, Betsson	165
Tabell 8.9 - Ressursfordel, Betsson.....	165
Tabell 8.10 - Gearingfordel drift.....	166
Tabell 8.11 - Driftsfordel, Betsson.....	166
Tabell 8.12 - Finansieringsfordel finansiell gjeld	168
Tabell 8.13 - Finansieringsfordel finansielle eiendeler.....	169
Tabell 8.14 - Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	170
Tabell 8.15 - Finansieringsfordel oppsummert	170
Tabell 8.16 - Oppsummering av strategisk fordel.....	171
Tabell 9.1 - Netto driftsvekst.....	175
Tabell 9.2 - Utvikling i driftsinntekter, Betsson.....	183
Tabell 9.3 - Budsjetterte netto driftseiendeler, Betsson	184
Tabell 9.4 - Budsjettert netto driftsresultat.....	185
Tabell 9.5 - Budsjettert finansiell gjeld.....	186
Tabell 9.6 - Budsjetterte finansielle eiendeler.....	187
Tabell 9.7 - Budsjettert netto finansiell gjeld.....	187
Tabell 9.8 - Budsjettert netto finanskostnader	188
Tabell 9.9 - Budsjettert netto finansinntekter	189
Tabell 9.10 - Budsjettert netto finansiell gjeldskostnad.....	189
Tabell 9.11 - Fremtidig resultatregnskap, Betsson.....	190
Tabell 9.12 - Fremtidsbalanse - sysselsatt kapital, Betsson	190
Tabell 9.13 - Fremtidsbalanse - netto driftskapital, Betsson.....	191
Tabell 9.14 – Fremtidig fri kontantstrøm, Betsson	191

Tabell 10.1 - Fremtidig risikofri rente	193
Tabell 10.2 - Fremtidig egenkapitalbeta.....	194
Tabell 10.3 - Fremtidig avkastningskrav på egenkapital	195
Tabell 10.4 - Syntetisk rating over budsjettperioden	196
Tabell 10.5 - Fremtidig finansiell gjeldskrav	197
Tabell 10.6 - Fremtidig finansiell gjeldsbeta.....	197
Tabell 10.7 - Fremtidig finansielt eiendelskrav.....	198
Tabell 10.8 - Fremtidig finansiell eiendelsbeta	199
Tabell 10.9 - Fremtidig netto finansiell gjeldskrav	199
Tabell 10.10 - Fremtidig netto finansiell gjeldsbeta.....	200
Tabell 10.11 - Fremtidig krav til sysselsatt kapital	200
Tabell 10.12 - Fremtidig netto driftskrav	201
Tabell 10.13 - Oppsummering av fremtidige avkastningskrav	201
Tabell 10.14 - Fremtidig strategisk fordel for Betsson	203
Tabell 11.1 - Verdi av kjøpsopsjoner, Black Scholes	209
Tabell 11.2 - Verdiestimat beregnet med FKE-modellen	210
Tabell 11.3 - Verdiestimat beregnet med SPE-modellen.....	211
Tabell 11.4 – Verdiestimat beregnet med Δ SPD-modellen	212
Tabell 11.5 - Oppsummert verdiestimat med EK-metoden	212
Tabell 11.6 - Verdiestimat beregnet med FKD-modellen.....	214
Tabell 11.7 - Verdiestimat beregnet med SPD-modellen.....	215
Tabell 11.8 – Verdiestimat beregnet med Δ SPD-modellen	216
Tabell 11.9 - Oppsummert verdiestimat med NKD-metoden	217
Tabell 11.10 - Oppsummert verdiestimat med SSK-metoden	217
Tabell 11.11 - Oppsummert første verdiestimat.....	218
Tabell 11.12 - Konvergens til endelig verdiestimat	219
Tabell 11.13 - Standardavvik til driftsrelaterte verdidrivere	225
Tabell 11.14 - Antakelser vedrørende div	226
Tabell 11.15 - Antakelser vedrørende onde	226
Tabell 11.16 - Antakelser vedrørende netto driftsmargin	226
Tabell 11.17 - Antakelser vedrørende andre variabler	227
Tabell 11.18 - Korrelasjonsmatrise	228
Tabell 11.19 - Korrelasjonsmatrise, justert	229
Tabell 11.20 - Stokastiske variabelers bidrag til varians	233

Tabell 12.1 - Pris/bok	240
Tabell 12.2 - Pris/fortjeneste	241
Tabell 12.3 - EV/EBITDA	242
Tabell 12.4 - EV/EBITA	243
Tabell 12.5 - EV/NDK	244
Tabell 12.6 - EV/Driftsinntekter	245
Tabell 12.7 - Endelig komparativt verdiestimat	246
Tabell 13.1 – Oversikt over kursmål fra diverse meglerhus	251