



Fundamental verdsettelse av Posten Norge AS

Silje-Martine Brendsdal & Ingrid Margrethe Haver

Veileder: Øystein Gjerde

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon

Hovedprofil: 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 inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

I denne masterutredningen utfører vi en fundamental verdsettelse av Posten Norge AS, hvor formålet er å finne et verdiestimat på selskapets egenkapital. Dette gjøres ved å analysere de underliggende verdiene i selskapet og forventninger knyttet til fremtidige kontantstrømmer. Oppgaven bygger på offentlig tilgjengelig informasjon.

Oppgaven starter med en presentasjon av Posten Norge og bransjen selskapet opererer i. Deretter følger en beskrivelse av metode og valg av verdsettelsesteknikk, før vi foretar en strategisk analyse som omfatter både interne og eksterne forhold. Hovedfunnene i analysen er at logistikkmarkedet preges av vekst og sterk konkurranse, mens postmarkedet kjennetegnes ved nedgang. I tillegg kan Posten Norge ha et konkurransefortrinn knyttet til merkenavn i Norge.

Den neste delen av oppgaven omfatter bearbeiding av regnskap. Her omgrupperes balansen og de historiske regnskapstallene normaliseres, slik at en har fokus på eiendelene og de historiske resultatene som har betydning for driften.

Ved å ta utgangspunkt i den strategiske analysen og den bearbeidede regnskapsanalysen, lager vi fremtidsprognoser med ulike scenarier som tar hensyn til usikkerheten knyttet til slike prognoser. Kontantstrømmene i fremtidsprognosene diskonteres med avkastningskravet som vi estimerer til å bli 6,0 %. Deretter regner vi ut terminalverdien ved hjelp av Gordons formel. Terminalverdien reflekterer all inntjening som selskapet vil ha fra steady state og legges til verdien av kontantstrømmene. Ut ifra dette får vi en total kapitalverdi på 45 044 MNOK. Denne verdien justeres for netto finansiell gjeld og fremførbart underskudd. Deretter vurderes det om det skal tillegges rabatter knyttet til illikviditet og at selskapet er eid av staten. Dette gir oss en egenkapitalverdi på 33 087 MNOK.

Avslutningsvis foretar vi en følsomhetsanalyse for å vurdere rimeligheten av estimatet vårt. Her fremgår det at små endringer vil kunne gi store utslag på verdien, men egenkapitalverdien vil mest sannsynlig ligge innenfor intervallet $\in [25\ 400, 42\ 400]$ MNOK.

Forord

Denne utredningen er den avsluttende delen av vår mastergrad i økonomi og administrasjon. Vi har begge økonomisk styring som hovedprofil, og finansiell økonomi som støtteprofil.

En verdsettelse inneholder elementer innen regnskap, finans og strategi, og er derfor et passende emne for å benytte bredden i vår utdanning. Det selvstendige arbeidet har gitt oss verdifulle erfaringer som vi vil ta med oss videre inn i arbeidslivet. Rammeverket vi har benyttet i verdsettelsen bygger hovedsakelig på kunnskap vi tilegnet oss i faget BUS425 Regnskapsanalyse og Verdsettelse med Finn Kinserdal, men vi har også tatt i bruk teori og metoder fra andre fag.

Det var viktig for oss å velge et selskap og en bransje som vi interesserte oss for. Vi har gjennom studiet utviklet en interesse for logistikk, og i den forbindelse ønsket vi å verdsette et logistikkselskap. Videre ønsket vi å verdsette et selskap som ikke så mange hadde sett på tidligere, og hvor verdien vi kom frem til ville være av interesse for andre. Posten Norge AS falt derfor som et naturlig valg. Endringene i post- og logistikkmarkedet gjør at selskapet er inne i en spennende tid, samt at en mulig børsnotering gjør oppgaven mer aktuell.

Vi ønsker å takke vår veileder, professor Øystein Gjerde, for gode råd og innspill gjennom hele prosessen, samt raske og konkrete tilbakemeldinger.

Bergen, juni 2016

Silje-Martine Brendsdal
Silje-Martine Brendsdal

Ingrid Margrethe Haver
Ingrid Margrethe Haver

Innholdsfortegnelse

1. Innledning.....	6
1.1. Bakgrunn	6
1.2. Formål	6
1.3. Avgrensninger	7
1.4. Struktur.....	8
2. Bransje og selskapspresentasjon	8
2.1. Posten og Bring	8
2.2. Markedet og konkurrenter	10
3. Metode.....	12
3.1. Fundamental verdsettelse	12
3.2. Komparativ verdsettelse	13
3.3. Opsjonsbasert verdsettelse	13
3.4. Valg av verdsettelsesteknikk	14
4. Strategisk analyse	15
4.1. Innledning.....	15
4.2. Ekstern analyse.....	16
4.2.1. Porter	16
4.2.2. PESTEL.....	23
4.3. Intern analyse	29
4.3.1. VRIO	29
5. Bearbeiding av regnskap for analyseformål	35
5.1. Innledning.....	35
5.2. Omgruppering	36
5.2.1. Eiendeler.....	37
5.2.2. Egenkapital.....	42
5.2.3. Minoritetsinteresser	42
5.2.4. Avsetninger og forpliktelser	42
5.2.5. Gjeld	42
5.3. Normalisering.....	45
5.4. Normalinvesteringer	49
5.5. Arbeidskapital	50
5.6. Effektiv skatt	51
6. Regnskapsanalyse.....	52
6.1. Innledning.....	52
6.2. Trender	53
6.2.1. Inntekter.....	53
6.2.2. Kostnader.....	54
6.2.3. EBITDA-margin.....	55
7. Fremtidsprognoser.....	55
7.1. Innledning.....	55
7.2. Scenarier	56
7.2.1. Base case scenario	57
7.2.2. Worst case scenario	62
7.2.3. Best case scenario.....	64
8. Avkastningskrav	65
8.1. Innledning.....	65
8.2. Avkastningskrav for egenkapital.....	67

8.2.1. Risikofri rente.....	68
8.2.2. Beta.....	69
8.2.3. Markedets risikopremie.....	71
8.3. Avkastningskrav for gjeld.....	73
8.3.1. Kredittrisikopremie.....	74
8.3.2. Skatt.....	74
8.3.3. Gjeldsandel.....	75
8.4. Beregning av WACC.....	76
9. Totalkapitalverdi.....	77
9.1. Beregning av total kapitalverdi.....	77
9.1.1. Evig vekst.....	77
9.1.2. Terminalverdi.....	78
9.1.3. Vekting av scenarier.....	78
9.1.4. Totalkapitalverdi.....	80
9.2. Følsomhetsanalyse.....	80
10. Egenkapitalverdi.....	84
10.1. Fremførbart underskudd.....	84
10.2. Illikviditetsrabatt.....	85
10.3. Statsrabatt.....	89
10.4. Egenkapitalverdi.....	92
11. Konklusjon.....	93
12. Litteraturliste.....	95
13. Vedlegg.....	105
13.1. Figurliste.....	105
13.2. Normaliserte regnskap for PostNord og Posti.....	107

1. Innledning

1.1. Bakgrunn

Posten Norge AS (heretter Posten Norge) er et heleid statlig aksjeselskap, og den største aktøren i det norske postmarkedet. Postens datterselskap, Bring, er en ledende aktør i det nordiske post- og logistikkmarkedet. Staten har i skrivende stund (03.06.2016) ingen planer om å selge seg ut av Posten Norge, til tross for at den sittende regjeringen ønsker et mer liberalisert marked og dermed vil selge seg ut av flere statseide selskap. Dette er likevel ingen garanti for at staten ikke kan selge seg ned i fremtiden.

Postmarkedet i resten av Europa preges av privatisering (Posten Norge, 2009, s. 54). En rekke tidligere offentlige postaktører er nå blitt privatisert, deriblant Tysklands *Deutsche Post*, Østerikes *Die Österreichische Post*, Nederlands *TNT Post*¹, Belgias *bpost* og Storbritannias *Royal Mail*. Hovedårsaken til at disse postverkene ble privatisert, var et sterkt behov for effektivisering. I Norden har Sveriges *Posten AB* og Danmarks *Post Danmark* fusjonert og blitt til *PostNord*, men er fortsatt statlig eid av Sverige og Danmark (Postnord.no, u.å.). Finlands nasjonale postverk, *Posti*, er også statlig eid.

Post- og logistikkmarkedet er et marked i stor endring. På den ene siden preges postmarkedet av fallende brevvolum, mens logistikkmarkedet er et marked i vekst, særlig pga. økt e-handel. Stortinget vedtok ny postlov i 2015, hvor EUs tredje postdirektiv implementeres (Prop. 109 L (2014-2015)). De viktigste endringene er full konkurranse på all post og 5 dagers leveringsplikt for post. I tillegg har Stortinget vedtatt at all offentlig post nå vil bli sendt som digital post (Regjeringen.no, 2015b). Tidligere har Posten Norge hatt monopol på brevsendinger under 50g, men denne loven blir nå opphevet. Hvordan konkurransen i markedet vil utvikle seg etter 2016 er dermed preget av stor usikkerhet.

1.2. Formål

Forfatterne av denne oppgaven vil ikke utelukke en fremtidig børsnotering av Posten Norge. Tilsvarende postselskap i Europa har blitt privatisert pga. behov for effektivisering. Posten Norge har på sin side vært flink til å holde tritt med den teknologiske utviklingen, og har blant annet en av Europas mest moderne postterminaler (Posten.no, 2010). Norge er dermed ikke

¹ Tidligere KPN (Post & Parcel, u.å.)

under tilsvarende press for privatisering, men økt privatisering i Europa har fått politiske ringvirkninger i EU. Flere private aktører har lagt press på EU til å liberalisere EUs postmarked, noe som også får konsekvenser for Norge.

Leveringsplikten som Posten Norge i dag må oppfylle fører til store bedriftsøkonomiske tap som staten må ta kostnaden av. Leveringsplikt til hele landet er et politisk spørsmål, men med gode substitutter for fysiske brev som digital post og e-post, kan det diskuteres hvorvidt fysisk leveranse av post er nødvendig. Dersom leveringsplikten opphører vil det ikke være noen grunn til å ha statlig eierskap, og en børsnotering med tilhørende salg av eierandeler vil være naturlig. Ved en børsnotering vil det være nødvendig å foreta en verdsettelse av Posten Norge, og det er forfatterens håp at denne masterutredningen vil kunne bidra i en slik verdsettelse.

Formålet med denne oppgaven er å finne den fundamentale verdien av Posten Norge. Som en del av denne oppgaven faller det også naturlig å analysere det nordiske post-og logistikkmarkedet, samt reflektere over hvordan konkurransesituasjonen vil kunne utvikle seg i fremtiden.

1.3. Avgrensninger

Vi har valgt å konsentrere oss om Posten Norges aktivitet i det nordiske markedet, da dette også er hovedfokuset til Posten Norge. Posten Norge opererer også i andre land gjennom Bring International, men virksomheten er konsentrert rundt varefrakt til Norden (Posten Norge, 2015, s.62). Ettersom vi ser på både Posten og Bring, vil vi verdsette hele konsernet og følgelig tar vi utgangspunkt i konsernregnskapene til Posten Norge.

Posten Norge ble børsnotert i 2002. I 2005 begynte selskapet å rapportere etter IFRS. Rapportene før 2005 som er ført etter Regnskapsloven (1998) og god regnskapskikk, er derfor ikke sammenlignbare med rapportene etter 2005. Dermed vil det være ønskelig å ta utgangspunkt i årene 2005-2015 for å kunne avdekke historiske trender. Dessverre vil dette ikke være mulig. Det er fordi Posten Norge i perioden 2008-2010 har gjennomgått en stor omstillingsprosess, der de både har kjøpt og solgt mange selskaper. Dermed er ikke selskapet Posten Norge slik det så ut i 2005-2008 sammenlignbart med slik Posten Norge er sammensatt i perioden 2011-2015. Vi ønsker å verdsette Posten Norge slik det fremkommer i

dag, og følgelig vil vi benytte årsrapportene fra 2011-2015, med bruk av tilhørende regnskapstall.

I verdsettelsen vil vi legge hovedvekt på den fundamentale analysen, men vi vil supplere med komparativ analyse av inntekter og kostnader til de største konkurrentene. Andre verdsettelsesmetoder som for eksempel bruk av multiplikatormodeller vil være problematisk da Posten Norge ikke har en pålitelig markedsverdi. I tillegg finnes det få sammenlignbare selskaper. Opsjonsbasert verdsettelse kan også brukes, særlig for selskaper som står ovenfor endringsmuligheter, men vi vil ta hensyn til slike eventuelle utfall gjennom ulike scenarier for kontantstrømmene, og følgelig vil det være dobbeltregning dersom vi også verdsetter verdien av slik fleksibilitet separat.

1.4. Struktur

Oppgaven består av tre deler. Del 1 er en presentasjon av oppgaven og selskapet, og består av kapittel 1-3. Her vil vi først gi en presentasjon av Posten Norge og bransjen selskapet opererer i. Deretter vil vi beskrive ulike teknikker for verdsettelse og begrunne når og hvorfor vi velger de ulike teknikkene. Del 2 består av kapittel 4-6 og omhandler strategiske og regnskapsmessige analyser. For å kunne gjennomføre en regnskapsmessig analyse er det nødvendig først å omgruppere balansen og normalisere regnskapet. I del 3 utarbeides prognoser for fremtidige kontantstrømmer og tilhørende avkastningskrav. Fremtidsprognosen vil bygge på resultatet fra del 2. Nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene gir verdien av selskapets total kapital som igjen brukes til å finne egenkapitalverdien. I tillegg inngår følsomhetsanalyse og vurdering av resultatet i denne delen. Del 3 består av kapittel 7-11.

2. Bransje og selskapspresentasjon

2.1. Posten og Bring

Historie

Det norske postverket ble opprettet i 1647. Det ble drevet av postbønder. I 1719 overtok staten ansvaret for postverket. På denne tiden skulle brev fra Kongen og hans embetsmenn fraktes gratis, mens for vanlige folk var det så dyrt å sende brev at nesten ingen gjorde det. Posten har fulgt den teknologiske utviklingen som har vært i dens levetid. Eksempler på dette

er at Posten var med når en benyttet seg av dampskip, de var med på den første jernbanelinjen og de var med på den første flyruten. Da NSB rasjonaliserte jernbanedriften på slutten av 1940-tallet med færre stoppesteder, gikk en del av postmengden over på bil. Etter hvert som et større flyrutenett ble utbygd på 1950-tallet, ble en større del av postmengden fraktet med fly. I 1962 kom den første halvautomatiseringen av post som frem til da hadde blitt utført for hånd. Behovet for automatisering skyldtes økningen i antall brev som i 1968 hadde fordoblet seg i løpet av 20 år. Eksemplene illustrerer hvordan Posten har tilpasset seg utvikling og trender. Det høyeste antall postkontorer Posten har drevet er ca. 3600, og denne toppen var på 1960-tallet (Posten.no, u.å.).

I 1996 ble Posten Norge lovpålagt å kunne tilby kunder grunnleggende banktjenester. I 2005 inngikk konsernet en avtale med DNB NOR/Postbanken om formidling av slike tjenester. I 2008 lanserte Posten Norge merkenavnet Bring som skulle representere bredden i Posten-konsernets tilbud overfor bedrifter i Norden. Bakgrunnen for lanseringen var blant annet at det skulle være lettere for kundene å se hva Posten Norge kunne gjøre for dem, noe som ikke hadde vært tilfellet tidligere da kundene ble møtt av merkenavn som de ikke knyttet til Posten Norge. De neste årene kjøpte Posten Norge selskapene Toms Transport & Budservice, Ytrans, Intertranspedia, samt Coldspeds svenske fryselagervirksomhet, som alle var tilknyttet logistikkvirksomhet.

I 2011 lanserte Posten Norge det digitale postsystemet Digipost, og i 2014 ble systemet valgt som leverandør av digital post for det offentlige. I 2015 solgte Posten Norge sine aksjer i Evry ASA (tidligere Ergo Group). Samme år ble den nye postloven vedtatt av Stortinget, og Posten Norge ble tildelt en midlertidig konsesjon som omfatter leveringsplikt for brev under 50g.

Beskrivelse av konsernet

I dag er Posten Norge et statseid aksjeselskap som opererer innen post og logistikk. Konsernet har Norden som sitt hjemmemarked. Posten Norge møter sine kunder med to merkevarer, Posten og Bring. Posten er rettet mot privatkunder i det norske markedet og har ansvar for postdistribusjon og postkontornettet. Bring består av ulike forretningsområder som betjener bedriftskunder innen post og logistikk i Norden (Posten.no, u.å.).

Posten Norge er organisert i fire divisjoner; Post, Logistikk Norge, Logistikk Norden og E-handel. Divisjonene har selv ansvar for å utvikle og levere tjenester. Divisjonen for Post har ansvar for de tradisjonelle posttjenestene i Norge og Sverige. Logistikk Norge divisjonen utvikler og leverer tjenester til logistikksegmentet i Norge, mens Logistikk Norden har ansvar for tilsvarende tjenester i resten av Norden. Divisjon E-handel ble opprettet i 2012, og har ansvar for netthandel som er et viktig vekstområde. De ulike divisjonene utarbeider forretningsstrategier innen sitt virksomhetsområde og denne skal understøtte konsernstrategien. Posten Norge har også tre staber innen HR/HMS, Kommunikasjon og Økonomi/Finans/IT. Stabene skal bidra til samhandling på tvers av konsernet og samtidig understøtte de ulike forretningsstrategiene. Når det gjelder finansiell rapportering har en delt virksomheten inn i de to segmentene Post og Logistikk. Posten Norge har omkring 18 600 ansatte (Posten Norge, 2016, s. 18). Fra oppstarten i 1647 og frem til i dag har Posten Norge gått fra å være en tradisjonell postdistributør til å bygge opp logistikk som sitt største virksomhetsområde.

2.2. Markedet og konkurrenter

Det er blitt stadig færre aktører i det nordiske post- og logistikkmarkedet. Dette skyldes hovedsakelig oppkjøp. Et eksempel er PostNord som oppstod etter fusjonen av Sveriges og Danmarks postverk i 2009 (Postnord.no, u.å.). Som nevnt har også Posten gjort flere oppkjøp av logistikkvirksomheter. Årsaken til oppkjøpene er deres ønske om å styrke sin egen posisjon på markedet. Det er nemlig rom for stor- og samdriftsfordeler. Sentralisering av varelager preger logistikkmarkedet i Europa. Dette fører til at de nordiske logistikkselskapene blir avhengig av internasjonale allianser, eller at de selv er tilstede i markedene hvor de importerer fra. Videre, fører sentraliseringen til at de store lagrene i Europa blir enda større, og de får økt betydning som knutepunkt i transportnettverket. Dette fører igjen til at det blir vanskeligere for de nordiske logistikkleverandørene å konkurrere mot de store europeiske selskapene, uten selv å bli større. Selskap som fremdeles er uavhengige er gjerne små eller har spesialisert seg innenfor nisjer i markedet (Posten.no u.å.). En ser også at etablerte aktører har ekspandert og etablert seg i andre nordiske land. Både Posten Norge og PostNord er eksempler på dette.

Siden rundt midten av 2000-tallet har Posten opplevd en nedgang i mengden brevsendinger. Årsaken er blant annet bruk av ny teknologi gjennom bruk av internett og mobiltelefoner.

Posten forventer at brevvolum i Norge vil falle med 7-8 % årlig frem mot 2020 (Posten Norge, 2015, s. 53). I Sverige var nedgangen i brevsendinger på 4% i 2014, mens den var 14 % i Danmark (PostNord, 2015, s.4). På den annen side opplever markedet vekst i logistikk. Dette gjelder spesielt innenfor E-handel. Her vokser netthandelen med omtrent 15-20 % årlig (Posten Norge, 2015, s. 54).

I Norge er det kommet en ny postlov som trådte i kraft 1. januar 2016. Denne loven innebærer at EUs tredje postdirektiv blir innført, noe som skal gi full liberalisering i postmarkedet (Prp. 109 L (2014-2015), s. 5). Posten har tidligere hatt monopol og leveringsplikt på adresserte brev under 50g. Ved innføring av den nye postloven vil leveringsplikt i fremtiden bli inngått etter avtale med aktører som ønsker oppdraget. Posten har i dag en midlertidig konsesjon som fortsatt gir dem enerett på brev under 50g. Denne vil vare frem til en ny avtale om leveringsplikt er forhandlet frem (Regjeringen.no, 2015 a). I tillegg vil enhetsporto på brev under 50g bli videreført. Dette innebærer at det finnes et øvre tak for hvor mye en postsendning skal kunne koste. Formålet er å beskytte mot urimelige geografiske prisforskjeller. For øvrig er postmarkedene i Sverige, Danmark og Finland allerede fullt ut liberalisert (Prp. 109 L (2014-2015), s. 18).

Hovedkonkurrenter

PostNord leverer kommunikasjons- og logistikk-løsninger, deriblant post, og har Norden som sitt hjemmemarked. Selskapet opererer med merkenavnene PostNord, Post Danmark og Strålfors. PostNord omsatte for 38 milliarder NOK i 2014, hadde 5,3 milliarder brev og andre forsendelser og leverte 120 millioner pakker. Selskapet har omkring 38 000 ansatte, 5800 utleveringssteder og 120 terminaler. Kjente nettbutikker som Zalando, Kicks og Komplett har samarbeidsavtaler med PostNord (Postnord.no, u.å.).

Posti er Finlands statlige postselskap som nå også driver innen logistikksegmentet. Selskapet har rundt 22 000 ansatte og opererer i 9 land, blant annet i Norge, Sverige og Finland. Posti er delt inn i fire virksomhetsområder, Post, Pakker og logistiktjenester, Itella Russia og OpusCapita (Posti.com, u.å.).

Norpost er et norsk selskap som tilbyr distribusjon for virksomheter av adressert og uadressert post til norske husstander. Selskapet opererer dermed kun i reklame- og

massesendelsessegmentet, og distribuerer ikke brev fra privatpersoner. De dekker i dag 70 % av landets husstander og har som mål å øke dekningsgraden til 80 % (Norpost.no, u.å.).

DB Schenker er et internasjonalt selskap som også har sin egen avdeling i Norden. Selskapets avdeling i Norden omfatter også Baltikum, Polen og Russland. DB Schenker Norden har 180 kontorer/terminaler og 7500 medarbeidere. Avdelingen håndterte 42 millioner sendinger i 2012 (DB Schenker, 2014). Selskapet opererer kun i logistikkmarkedet.

DHL er et internasjonalt selskap som også opererer i Norden. Virksomheten i Norden består av forretningsområdene DHL Express, DHL Freight, DHL Global Forwarding og DHL Supply Chain. (DHL.no u.å.).

3. Metode

Det finnes ulike metoder for å verdsette et selskap, og de vanligste teknikkene er fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. I de påfølgende delkapitlene vil vi gi en kort beskrivelse av de ulike metodene og begrunne vårt metodevalg. Vi vil ikke gå i dybden på de ulike metodene, da teknikkene ofte er samlebegrep for ulike metoder. Vi har ikke gjennomført en kritisk vurdering av teknikkene, da dette er standard metoder som er godt etablert i fagfeltet. Det er viktig å påpeke at disse tre metodene ikke er alternativer til hverandre, men at de bør brukes som komplementer der dette er mulig, for å få en mest mulig presis verdsettelse.

3.1. Fundamental verdsettelse

Som navnet tilsier bygger en fundamental verdsettelse på en analyse av fundamentale eller underliggende forhold. Regnskapsmessige og strategiske analyser kan identifisere denne type forhold. Slike analyser kan brukes til å danne en prognose over fremtidige kontantstrømmer. Nåverdien av fremtidige kontantstrømmer er en mye brukt teknikk i fundamental verdsettelse, og det finnes flere modeller som alle skal gi samme verdi dersom forutsetningene og verdiene som benyttes i modellene er korrekte. Modeller som benytter seg av diskonterte kontantstrømmer er blant annet dividendemodeller, total kapitalmodeller og residual income

modeller. Alle modellene er enkle å ta i bruk, men det kan ofte være problematisk å estimere de fremtidige kontantstrømmene.

Hvilke elementer som inngår i de diskonterte kontantstrømmene varierer. En versjon som er mye brukt er NOPLAT. NOPLAT står for Net Operating Profit Less Adjusted Taxes, dvs. driftsresultatet før amortisering (EBITA). Teknikken er beskrevet i detalj i VALUATION av Tim Koller mfl. (2015). Vi har valgt å ta utgangspunkt i en annen versjon som baserer seg på EBITDA. Her justerer vi driftsresultatet før avskrivninger og amortisering (EBITDA) for normalinvesteringer, endring i arbeidskapital og effektiv skatt, og vi sitter igjen med en ”operating cash flow” etter skatt (Kinserdal, 2015). Operating cash flow blir dermed en blanding av regnskapstall og kontantstrømmer. Grunnen til at vi har valgt å bruke operating cash flow i stedet for NOPLAT, er fordi avskrivninger har en tendens til å undervurdere fremtidig investeringsbehov pga. inflasjon (Kaldestad og Møller, 2011, s. 42). Dermed vil estimerte normalinvesteringer gi et bedre bilde av det fremtidige investeringsbehovet enn historiske avskrivninger.

3.2. Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse, også kalt peer review, er en verdsettelsesteknikk der en verddivurderer et selskap ved å sammenligne prisingen av andre sammenlignbare selskap (Kaldestad & Møller, 2011, s. 151-168). Her brukes ofte multiplikatormodeller som for eksempel en P/E-multippel og en EV/EBITDA-multippel. Disse modellene er lettere og mindre tidkrevende å gjennomføre enn en fullverdig kontantstrømanalyse. Verdiestimatet en får vil likevel være mindre pålitelig ettersom informasjonsgrunnlaget er mindre. Derfor er komparativ verdsettelse best egnet som et supplement til fundamental verdsettelse.

3.3. Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse bygger på opsjonsteori. Opsjon er et finansielt instrument som gir eieren rett, men ikke plikt, til å kjøpe eller selge et underliggende aktivum til en avtalt pris. Opsjonsbasert verdsettelse tar utgangspunkt i realopsjoner, der det underliggende aktivumet er en forretningsbeslutning eller investeringsmulighet. I verdsettelsessammenheng vil prisen på opsjonen være nåverdien av særlig fleksibilitet (Kaldestad og Møller, 2011, s. 185). Eksempler på fleksibilitet kan være mulighet for å ekspandere virksomheten, mulighet for å

vente med å ta en beslutning til man har mer informasjon, eller mulighet for å avvikle en ulønnsom avtale. De vanligste metodene for å prise en opsjon er Black & Scholes modellen og binomialmodellen. Opsjonsbasert verdsettelse er særlig verdifull for vekstselskaper som ofte ikke har historiske regnskapstall til å bygge en fundamental analyse på, og hvor verdien av selskapet vil være sterkt avhengig av om oppstartsfasen er en suksess eller ikke.

3.4. Valg av verdsettelsesteknikk

Vi har valgt å legge hovedvekt på den fundamentale verdsettelsen. Dette fordi fundamental verdsettelse er en grundig metode som vil gi høy pålitelighet. Metoden egner seg godt for stabile selskaper. Posten Norge har vært gjennom store endringer, og det kan derfor diskuteres hvorvidt Posten Norge er et stabilt selskap til tross for at selskapet er over 360 år. Særlig vil endringene kunne være store nå i forbindelse med innføringen av det tredje postdirektiv og høy vekst i netthandel. Det antas likevel at selskapet vil være stabilt i slutten av prognoseperioden, og derfor velger vi å ta i bruk metoden.

Posten Norge er ikke børsnotert, og følgelig finnes det ingen børskurs å ta utgangspunkt i ved bruk av multiplikatormodeller. En multiplikatormodell som ikke krever børskurs er EV/EBITDA, men denne multiplikatoren tar ikke hensyn til forskjeller i risiko og fremtidig investeringsbehov (Kaldestad og Møller, 2011, s. 160). Modellen må derfor brukes i kombinasjon med andre multiplikatorer. Et annet problem med komparativ verdsettelsesteknikk er at det krever sammenlignbare selskaper. Posten Norge er et stort selskap som driver med både post og logistikk i Norden. Dette gjør at det finnes få selskaper som er helt lik Posten Norge, men det antas at Posten Norge vil kunne sammenlignes med bransjegjennomsnittet. Damodaran har beregnet bransjegjennomsnitt på multiplikatorer for transportselskaper i Europa. Vi benytter oss av bransjegjennomsnittet til EV/EBITDAR-multipipelen i beregning av avkastningskravet i den fundamentale analysen. Dette er for å løse et problem med sirkelreferanser. I tillegg har vi i den fundamentale verdsettelsen, valgt å se på hvordan noen av hovedkonkurrentene gjør det i markedet og deretter sammenligne dem med Posten Norge. Dette vil vi gjøre ved å gjennomføre en regnskapsanalyse også for konkurrentene, og den fundamentale verdsettelsen vil derfor også inneholde en form for komparativ verdsettelse.

Opsjonsbasert verdsettelse er som nevnt særlig aktuell for selskaper i vekst. Posten Norge sin virksomhet er todelt, der postsegmentet må sies å være i nedgangsfasen, mens logistikksegmentet er i vekst. Dermed kunne opsjonsbasert verdsettelse ha vært brukt på deler av verdien, for eksempel verdien av å legge ned ulønnsom levering til distrikter eller å ekspandere inn i nye logistikkmarkeder. Forutsatt at levering til distriktene blir kompensert av staten, vil mulighet for å legge ned leveranser til distriktene være uten verdi. Videre er fokuset for denne verdsettelsen drift i Norden, og dermed tas det ikke hensyn til mulige opsjoner på ekspansjon i Europa. Likevel kan det tenkes at Posten Norge kan ekspandere sin virksomhet til å dekke flere regioner i Norden. Dermed kunne opsjonsbasert verdsettelse vært brukt på deler av virksomheten. Opsjonsbasert verdsettelse er vanskelig å bruke i praksis, da de fleste variablene en trenger i beregningene, deriblant underliggende aktivum, utøvelseskurs og levetid på opsjonen er preget av høy estimatusikkerhet. Som nevnt har også fundamental verdsettelsesmetode utfordringer knyttet til usikkerhet, og dermed kan metodene gjerne gi like gode resultat. Årsaken til at vi velger å benytte oss av fundamental verdsettelse er at det er denne metoden vi har best kjennskap til, ettersom det var hovedfokuset i faget BUS425 Regnskapsanalyse og verdsettelse. For å kunne ta hensyn til fleksibilitet slik opsjonsbasert verdsettelse gjør, har vi valgt å utarbeide ulike scenarier i den fundamentale analysen. Bruk av opsjonsbasert verdsettelse i tillegg til den fundamentale verdsettelsen ville dermed ha vært dobbeltregning. Følgelig vil vi ikke benytte oss av opsjonsbasert verdsettelse.

4. Strategisk analyse

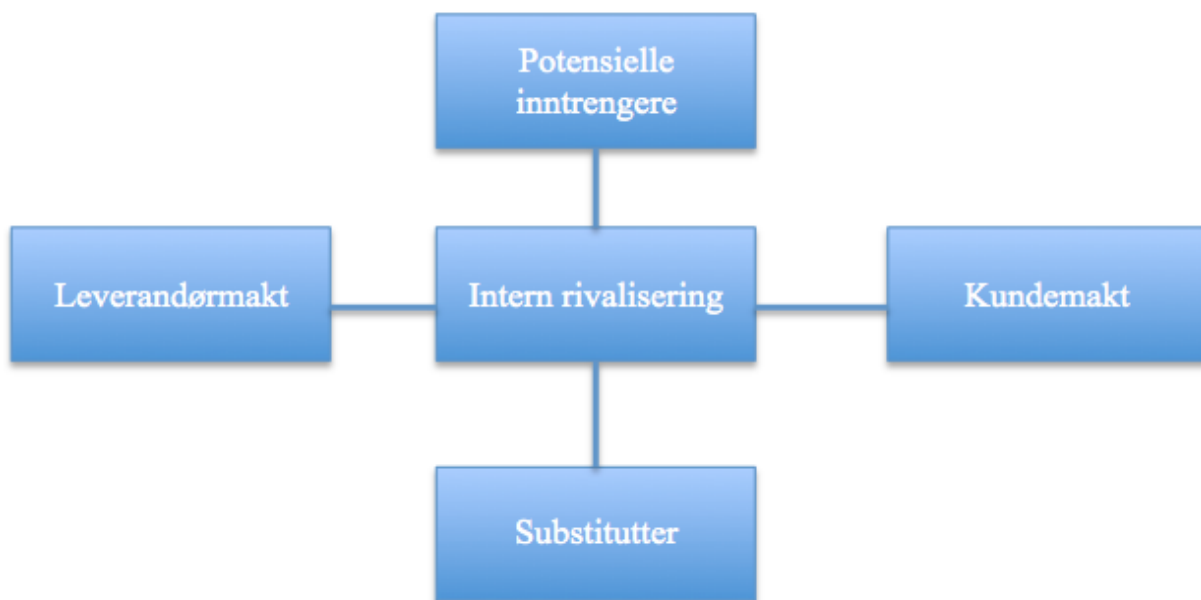
4.1. Innledning

Gjennom en strategisk analyse kan en få innsikt i bransjen og hvordan Posten Norge er posisjonert i denne. I den eksterne analysen ser vi på faktorer som påvirker Posten Norge utenfra. Vi velger først å bruke Porters "five forces" rammeverk. Her analyserer vi post- og logistikkbransjen under ett der markedene er like, men ved forskjeller vil disse bli presisert. Deretter utfører vi en PESTEL-analyse som sier noe om makroforhold som igjen vil ha innvirkning på de fem kreftene i Porters rammeverk. I internanalysen bruker vi ressursbasert teori og VRIO-kriteriene for å kunne si noe om hvilke eventuelle fortrinn eller ulemper Posten Norge besitter.

4.2. Ekstern analyse

4.2.1. Porter

Porters "five forces" er et rammeverk som beskriver hvordan eksterne krefter påvirker konkurransen i en bransje. Med dette som utgangspunkt kan en si noe om lønnsomheten i bransjen. Det er viktig å få frem at rammeverket også har sine begrensninger. Blant annet vektlegger den i liten grad forhold som påvirker etterspørselen. Den tar eksempelvis ikke hensyn til reklame eller at kunders inntekt og preferanser kan endre seg. De fem kreftene i Porters rammeverk er potensielle inntrengere, leverandørmakt, kundemakt, substitutter og intern rivalisering (Besanko mfl., 2013, s. 259).



Figur 1: Porter's five forces, egenkomponert

Potensiell etablering

Kraften som omhandler potensielle inntrengere handler om hvor attraktivt det vil være å etablere seg i bransjen. Det er flere faktorer som påvirker en beslutning om etablering. For det første har lønnsomheten noe å si. Dersom en bransje oppfattes som lønnsom vil den være mer attraktiv enn en bransje som oppfattes som ulønnsom. Her er det viktig å få frem at oppfattelsen til en potensiell inntrenger er viktig, da den kan være feil i forhold til virkeligheten. Det vil si at en potensiell inntrengers oppfatning av lønnsomheten i bransjen

kan være feil da en mangler intern bransjeinformasjon. Videre kan etablerte aktørers signalisering påvirke en potensiell inntrengers oppfatning av lønnsomheten. Et eksempel kan være at en etablert aktør setter ned priser før potensiell etablering, for å signalisere at lønnsomheten ikke er så god. En annen faktor som påvirker attraktiviteten er inngangsbarrierer. Her vil forhold som stordriftsfordeler, kapitalkostnader, kostnadsfortrinn, erfaring, merkeloyalitet og tilgang til distribusjonskanaler påvirke barrierene.

Stordriftsfordeler innebærer at jo flere enheter en produserer dess lavere blir gjennomsnittskostnaden, noe som påvirker lønnsomheten positivt. I post- og logistikkmarkedet vil det si at en større mengde brev og pakkesendinger vil gi lavere kostnader, da det er flere enheter å fordele de faste kostnadene på. Kjørerutene i byene inneholder flere sendinger enn rutene i distriktene, noe som illustrerer hvordan mengden påvirker lønnsomheten til en rute. Det er naturligvis ikke bare hvor en kjører en rute som avgjør postmengden, men også hvor foretrukket en aktør er. Her kan merkeloyalitet være av betydning ettersom det vil gjøre det vanskelig for nye aktører å vokse seg store nok til å kunne oppnå stordriftsfordeler. I post- og logistikkmarkedet i Norden er stordriftsfordeler viktig, og det påvirker etableringsattraktiviteten på en negativ måte.

For en helt ny aktør i bransjen vil det være store investeringskostnader knyttet til vareterminaler, maskiner og kjøretøypark. Dersom en aktør i Europa ønsker å innta det nordiske markedet, vil den allerede kunne ha bygget seg opp et distribusjonsnettverk som en nå ønsker å utvide. Fordelen kan nå være at en er etablert ved sentrale knutepunkt i Europa. Et viktig moment ved ekspansjon til nye markeder er at en har kunnskap om dem. Selv om en utfører samme aktiviteter, viser det seg at markedene i Norden er noe annerledes enn resten av Europa. Dette kan skyldes geografi, og at kunder vil benytte seg av ulike transportmetoder. Da det sveitsiske transportselskapet Danzas² og det svenske selskapet ASG dannet en strategisk allianse i 1992 for å samarbeide i ulike land, gikk ikke dette så bra i Skandinavia. Årsaken var blant annet manglende kunnskap om markedet fra Danzas sin side, samt lite oversiktlig selskapsstruktur i både ASG og Danzas. Kunder i Skandinavia hadde benyttet seg av ulike transportmetoder og var dermed knyttet til ulike divisjoner i selskapene. Disse indirekte relasjonene mellom divisjonene via kundene og leverandørene spilte en viktig rolle, og mange av ASG sine kunder valgte å ikke inngå samarbeid med Danzas sine divisjoner

² Danzas er i dag en del av logistikkvirksomheten til DHL (dpdhl.com, u.å.)

(Hertz, 2014). Posten Norge har nylig inngått en samarbeidsavtale med DHL Parcel Europe, DHL Freight Sweden og Posti som skal starte etter sommeren i 2016. Samarbeidet innebærer at Posten og Bring får tilgang til et stort Europeisk nettverk med 42 000 servicepunkter (Skomakerstuen, 2016). Det antas at DHL har lært av sitt tidligere forsøk på en strategisk allianse i Norden, og at det vil gå bedre denne gangen. Årsaken til at det trolig vil gå bedre, er at selskapsstrukturen i dag er mye mer oversiktlig i alle selskapene, samt at transporten mellom Norden og resten av Europa har økt slik at gevinsten er større.

Lønnskostnadene er høyere i de nordiske landene sammenlignet med deler av EU, og da spesielt de nye EU-landene. Dette kan gi utenlandske selskaper et kostnadsfortrinn dersom de velger å etablere seg i det nordiske markedet. Fortrinnet trenger ikke være særlig stort da en uansett må etablere terminaler i de nordiske landene hvor en gjerne ansetter lokal arbeidskraft.

Når det gjelder postmarkedet er dette i nedgang. Dermed er det ikke attraktivt å etablere seg ettersom mindre volum påvirker lønnsomheten negativt. Ved utgangen av Posten Norges midlertidige konsesjon på brev under 50g, vil det åpnes opp for konkurranse på dette produktområdet. Det kan likevel stilles spørsmål om det vil være attraktivt å etablere seg, nettopp fordi markedet er i en nedgangsfase.

Konklusjonen er at det er liten trussel for at en helt ny aktør skal etablere seg i det nordiske markedet. Trusselen er derimot større for at etablerte aktører i Europa vil ekspandere og etablere seg. Denne trusselen vil være størst om en stor europeisk aktør klarer å få til et samarbeid i de nordiske landene sammen med et selskap som allerede er etablert her, og som har erfaring og kunnskap om markedet.

Leverandørmakt

Leverandørmakt handler om leverandørens mulighet til å presse kundene på pris eller kvalitet. En leverandør vil kunne ha slik forhandlingsmakt dersom produktet de tilbyr er sjeldent og viktig for kunden, samtidig som det ikke finnes substitutter. Gjennom de nevnte forhold er det klart at konkurransesituasjonen mellom leverandørene er av betydning. Andre forhold som påvirker leverandørens makt er eventuelle byttekostnader og kundens viktighet for leverandøren. En liten ubetydelig kunde vil naturligvis være utsatt for mer leverandørmakt enn i motsatt tilfelle. Til slutt vil leverandørens mulighet til å etablere seg

nedstrøms, og kundens mulighet til å etablere seg oppstrøms påvirke makten. I førstnevnte tilfelle vil leverandøren oppnå større makt, mens i det andre tilfellet vil den bli mindre.

Et post- og logistikkelskap har ulike leverandører for å anskaffe produkter og tjenester som gjør selskapet i stand til å utføre sine oppgaver. Herunder finner en leverandører av ulike sorteringsmaskiner for brev og pakker, samt båndsystemer og roboter. Teknologien som brukes i sorteringsmaskinene er optisk tegngjenkjenning (OCR) (Posten.no, 2010). OCR har vært på markedet en stund, men det kommer trolig inkrementelle forbedringer over tid.

Post- og logistikkelskaper trenger jevnlig å bytte ut og vedlikeholde sine kjøretøyparker. Ulike typer biler og lastebiler må sies å være homogene produkter innenfor sin kjøretøyklasse. Dersom et selskap velger å inngå en avtale med en forhandler om kjøp av kjøretøy vil de trolig kunne oppnå noe rabatt i forhold til antall biler. Et eksempel som illustrerer konkurranse blant leverandører er da Posten Norge skulle anskaffe 125 nye el-biler i 2012. Bestillingen ble lagt ut på anbud hvor flere tilbydere deltok (Norsk Elbilforening, 2012).

Når det gjelder kjøp av IT-tjenester er dette et marked preget av sterk konkurranse (Teknisk Ukeblad, 2014), og denne typen oppgaver settes gjerne ut på anbud. Dermed vil ikke denne type selskap ha særlig forhandlingsmakt overfor post- og logistikkelskaper.

Ut fra analysen er det klart at de ulike leverandørene har lav forhandlingsmakt.

Kundemakt

Kundemakt omfatter kundenes mulighet til å presse leverandørene på pris eller kvalitet. Her vil de samme forhold som under leverandørmakt spille inn, men med motsatt fortegn. Selskapenes kunder er bedrifter og privatpersoner.

I de fleste tilfeller vil trolig privatpersoner kun ha en indirekte påvirkning av valg av logistikkleverandør, fordi privatpersoner per i dag som oftest må ta til takke med den leverandøren en nettbutikk har avtale med. De velger dermed leverandør indirekte når de velger nettbutikk. Logistikkelskapene har et relativt likt tjenestetilbud og dermed vil utgangspunktet for konkurransen mellom dem være sterk. Når det gjelder nettbutikker, vil en av de viktigste faktorene i valg av leverandør trolig være antall utleveringssteder. Et selskap

med et dårligere tilbud på dette området vil kunne oppleve at kundene har mer forhandlingsmakt. De største nettbutikkene som eksempelvis Zalando, vet at de er en betydelig kunde, og gjennom dette vil de ha forhandlingsmakt. Konkurransen blant nettbutikker har økt og vil trolig øke fremover, noe som har gått spesielt hardt utover de minste nettbutikkene (Netthandel.no, 2015). Økt konkurranse blant nettbutikker kan tilsi at de ikke får særlig forhandlingsmakt, men når tilfellet er det samme blant post- og logistikksekskapene vil effektene trolig gå mot hverandre. Når det gjelder andre bedrifter, vil de store kundene ha større forhandlingsmakt enn de små. I tillegg er byttekostnadene for bedriftene lav, noe som gjør det enklere for dem å bytte selskap, og dette er noe logistikksekskapene må ta hensyn til når det forhandles.

I postmarkedet i Norge vil bedrifter som skal sende massesendinger av brev over 50g kunne ha noe forhandlingsmakt i valg av leverandør. Denne makten vil kunne begrenses av geografi, da det ikke er sikkert at det er konkurranse i området brevene skal sendes til. På brev under 50g har Posten Norge konsesjon på disse frem til det åpnes opp for konkurranse. Dersom noen ønsker å være med i anbudsprosessen, vil det kunne forekomme konkurranse som vil kunne gi bedriftskunder noe forhandlingsmakt. Når det gjelder privatkunder er det klart at disse har lav forhandlingsmakt. Per i dag kan de kun benytte seg av Posten som leverandør på brev under 50g. Nye digitale løsninger vil føre til at brevmengden vil synke videre i fremtiden, og dermed vil det bli færre bedriftskunder og de vil få lavere forhandlingsmakt. I brevsegmentet må kundemakten derfor sies å være ikke eksisterende.

Konklusjonen er at de største kundene har moderat forhandlingsmakt i logistikksegmentet, mens i brevsegmentet er det tilnærmet ikke noe forhandlingsmakt for kundene.

Substitutter

Substitutter er produkter eller tjenester som kunder kan vurdere som et alternativ til hva markedet tilbyr i dag. E-post og tekstmeldinger er et substitutt for å sende brev med post. Denne type kommunikasjon er mye brukt, og kan i stor grad forklare hvorfor postmengden har sunket hvert år siden midten av 2000-tallet. Kommunikasjon gjennom sosiale medier og andre teknologiske løsninger vil være et substitutt for brev, og denne type kommunikasjon vil trolig øke i fremtiden.

Et substitutt for leveranser av pakker er at privatpersoner velger å kjøpe varer i fysiske butikker, og dersom flere velger å gjøre dette vil det være negativt for bransjen, med mindre de ender opp med å levere varer til butikkene i stedet. De siste årene har trenden vært motsatt, nemlig at flere handler mer gjennom e-handel. Trusselen fra substituttet anses derfor å være liten. Et annet substitutt vil være om bedrifter velger å stå for transport av varer selv. I dag er det vanlig med økt spesialisering i bedrifter, og gjerne outsource aktiviteter som ikke angår kjernevirksomheten. Dermed anses også trusselen fra dette substituttet som liten.

Konklusjonen er at postmarkedet i stor grad er truet av substitutter, mens logistikkmarkedet i liten grad opplever trussel fra substitutter.

Intern rivalisering

Intern rivalisering er av stor betydning for lønnsomheten i bransjen. Konkurransen kan være på pris eller på andre egenskaper ved et produkt eller en tjeneste. Dersom konkurransen er på pris, er det mer sannsynlig at dette vil redusere lønnsomheten i bransjen, da det er vanskelig å kutte kostnader tilsvarende. Det er ulike faktorer ved et marked som kan øke priskonkurransen. Mange aktører i markedet, en bransje i nedgang, aktører med ulike kostnader, overflødig kapasitet, homogene produkter og tjenester, store utgangsbarrierer, store og sjeldne ordre, og høy priselastisitet på etterspørsel, er eksempler på slike faktorer.

Postmarkedet har opplevd en årlig nedgang i postmengden siden midten av 2000-tallet. Siden kostnadene knyttet til å opprettholde et rutetilbud er relativt fast, vil det være overflødig kapasitet knyttet til mengde. Disse faktorene vil trekke i retning av en høyere priskonkurransen på postmarkedet. Posten Norges midlertidige konsesjon på adresserte brev under 50g, gjør at det per i dag ikke er konkurranse på dette produktområdet. Når konsesjonen utgår åpnes muligheten opp for konkurranse om å være tilbyder. I Sverige har postmarkedet vært liberalisert i en årrekke. Her gikk prisene på massesendinger betraktelig ned, mens priser på enkeltsendinger gikk opp (Konkurransetilsynet.no, 2009). En kan tenke seg til at dette også vil bli resultatet i det norske markedet ved full liberalisering. Videreføringen av enhetsporto, vil likevel sette et tak for hvor høyt prisene på enkeltsendinger kan stige.

Når et marked er i nedgang vil det generelt ikke være særlig attraktivt å etablere seg her, da konkurransesituasjonen ser ut til å bli hard og vekst kun kan gå på bekostning av andre. Dette

er et argument som kan tale for liten konkurranse selv med full liberalisering. Et moment som likevel kan tale mot dette, er potensielle samdriftsfordeler for aktører som allerede er etablert i logistikkmarkedet.

Når det gjelder logistikkmarkedet er det i vekst, og da spesielt innen e-handel. Det vil ikke nødvendigvis være sterk konkurranse ved vekst, da aktørene kan vokse med markedet i stedet for å ta markedsandeler fra hverandre. Tjenestene aktørene leverer er imidlertid noenlunde homogene i den forstand at en leverer varer. Det er likevel noe forskjell i tjenestetilbudet når det gjelder antall utleveringssteder. Denne faktoren trekker i retning av sterkere konkurranse. Videre har bransjen vært preget av oppkjøp og sentralisering. Dette har igjen gitt reduserte logistikk og lagerkostnader, men har også ført til økte transportkostnader. Trenden har vært selvforsterkende i den forstand at når enkelte aktører blir mer kostnadseffektive gjennom oppkjøp og sentralisering, må andre gjøre det samme om de ønsker å opprettholde sin posisjon i markedet.

Konklusjonen for postmarkedet er at det er mer konkurranse i byene enn i distriktene. Dette vil trolig også bli utfallet i Norge ved full liberalisering av postmarkedet. I logistikkmarkedet er konkurransen sterk, noe som trolig vil fortsette i tiden fremover.

Hovedkonklusjon

Konklusjonen for analysen er at det ikke er sannsynlig at en helt ny aktør vil etablere seg i post- og logistikkmarkedet. Selv om logistikkmarkedet er i vekst er det betydelig konkurranse, og uten store volumer vil det være vanskelig å drive lønnsomt. Det er mer sannsynlig at etablerte aktører kan prøve å etablere seg i nye markeder i Norden. Da vil det være viktig å ha kunnskap om markedet, noe som kan føre til at potensielle aktører danner strategiske allianser med aktører som allerede er etablert i markedet. Siden det finnes mulighet for samdriftsfordeler ved å drive post og logistikk gjennom felles terminaler og kjøreruter, er det mulig at en aktør i logistikkmarkedet kan ekspandere til postmarkedet i Norge, når Posten Norges konsesjon på brev under 50g opphører. Om dette skjer vil være avhengig av hvilke avtaler det er mulig å forhandle seg frem til med staten når det gjelder leveringsplikt og tilskudd. Det er lite trolig at noen vil etablere seg i postmarkedet alene, da dette er et marked i nedgang. Dermed kan en si at lønnsomheten i postmarkedet er lav. I logistikkmarkedet er vekst en årsak til at lønnsomheten kan øke, mens hard konkurranse er en

faktor som kan presse lønnsomheten ned. Lønnsomheten for bransjen under ett kan derfor betegnes som middels.

4.2.2. PESTEL

Konkurransesituasjonen i en bransje blir ofte beskrevet gjennom Porters ”five forces”, men de fem kreftene blir også påvirket av makrosituasjonen. Derfor har vi valgt å gjennomføre en PESTEL-analyse. PESTEL er et akronym som står for politiske (P), økonomiske (E), sosiokulturelle (S), teknologiske (T), miljømessige (E) og lovmessige (L) faktorer (Johnson mfl., 2011, s. 50). Nedenfor vil vi gjennomgå de ulike faktorene, og analysere hvilken effekt dette vil få for post- og logistikkmarkedet. Faktorene vil i mange tilfeller være korrelert, og vi har derfor valgt å slå sammen politiske- og lovmessige faktorer og sosiokulturelle- og teknologiske faktorer.

Politiske og lovmessige faktorer

Globalisering har skapt en åpen økonomi med økt interaksjon på tvers av landegrenser. Dette har igjen ført til et ønske og behov for økt koordinering over landegrensene. Den europeiske unionen (EU) er et forsøk på dette, og EU har utviklet seg til å bli en økonomisk og politisk union med 28 medlemsland (europa.eu, u.å. b).

Norge er ikke medlem av EU, men er i stedet medlem av frihandelsforbundet EFTA, og har skrevet under på EØS-avtalen som gir Norge adgang til EUs indre marked. Gjennom EØS-avtalen har Norge bundet seg til å innordne seg etter de lover og regler som EU setter for sine medlemmer.

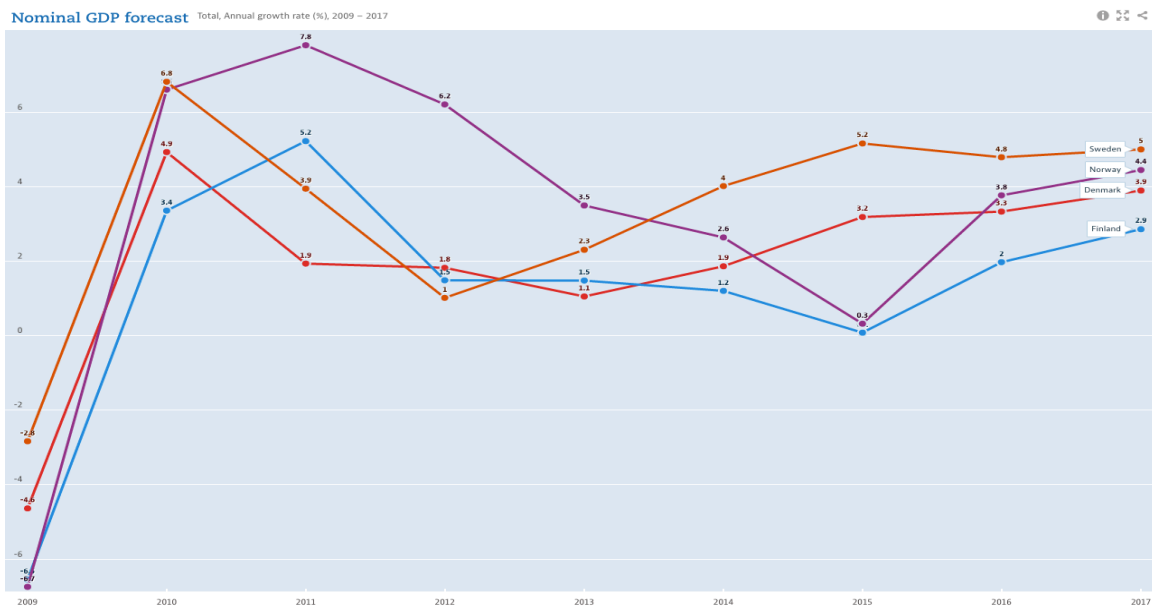
I 1997 startet EU prosessen med å deregulere postmarkedet. I 2008 vedtok EU det tredje postdirektiv. Det tredje postdirektiv markerer slutten på liberaliseringsprosessen hvor hele postmarkedet nå vil bli utsatt for full konkurranse. Postdirektivet setter også rammer for leveringsplikt, servicenivå og priser (europa.eu, u.å.a). Stoltenberg-regjeringen la ned veto mot å innføre det tredje postdirektiv i 2011, men Solberg-regjeringen opphevet vetoet i 2013 (Oslo Economics, 2015). Dermed skal Norge implementere det tredje postdirektiv inn i norsk lov, og følgelig ble Lov om posttjenester (postloven) endret i 2015.

For å gjøre overgangen til de nye reglene lettere har Stortinget gitt Posten Norge konsesjon om å være eneleverandør av brev under 50g frem til en ny avtale er klar (Regjeringen.no, 2015a). Markedet i Sverige, Finland og Danmark ble utsatt for full konkurranse i henholdsvis 1993, 1994 og 2011. Til tross for at markedet i Finland ble liberalisert allerede i 1994 er det kun én aktør på markedet (Prop. 109 L (2014-2015), kap. 4).

Økonomiske faktorer

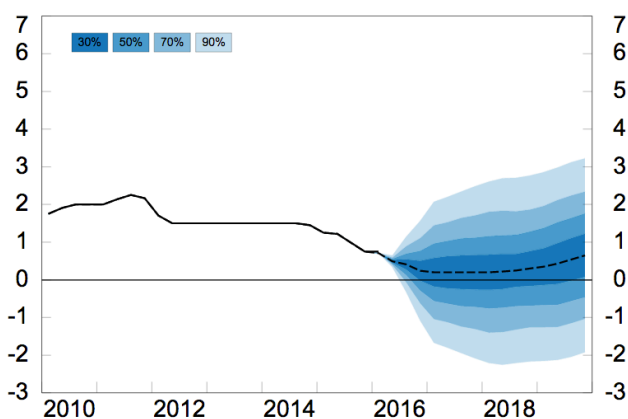
Økonomiske faktorer vil kunne påvirke aktørene i post- og logistikkmarkedet. Posten Norge har NOK både som funksjonell- og presentasjonsvaluta. Følgelig vil norsk økonomi være av stor betydning. Derfor har vi valgt å konsentrere oss om utviklingen i norsk økonomi, og da særlig utviklingen i landets vekst, rentenivå og valutakurser. For de andre aktørene i markedet vil den økonomiske situasjonen i Norden og resten av verden kunne være av tilsvarende betydning. Norge påvirkes også av den økonomiske situasjonen i resten av verden, pga. internasjonal handel.

Et vanlig mål på vekst er bruttonasjonalprodukt (BNP). Nominell BNP-vekst for OECD-landene var i 2015 på ca. 2 %, og BNP-vekst for hele verden var på ca. 3 % (OECD, 2015, s.10). Dette er under det langsiktige gjennomsnittet, og skyldes at flere land er inne i en lavkonjunktur. Lavkonjunktoren skyldes blant annet lave råvarepriser, noe som igjen gir mindre internasjonal handel. Det som i midlertidig holder veksten oppe er privat konsum. Etersom Norges BNP er sterkt knyttet til oljeindustrien, vil utviklingen i norsk økonomi ikke nødvendigvis samvariere med de andre nordiske landene som er mindre avhengig av oljeindustrien. Figur 2 viser utviklingen i BNP for de nordiske landene, og Norges utvikling skiller seg markant fra de tre andre landene, og karakteriseres ved en kraftig dupp i 2015 som følge av oljeprisfallet, men veksten er forventet å ta seg opp igjen allerede i 2016. Dermed er det forventet at nominell BNP for alle de nordiske landene vil stabilisere seg rundt 3-5 % i 2017. Hovedårsaken til at veksten er ventet å ta seg opp igjen allerede i 2016 er fordi en rekke land, inkludert Kina, har igangsatt tiltak for å støtte opp om økonomien. Dette vil trolig gi økt internasjonal handel. Sammen med en svekket krone, vil en økning i internasjonal handel gjøre at eksportindustrien blir mer konkurransedyktig. Dermed vil industrier som ikke er preget av oljeprisfallet, deriblant lakseoppdrett, kunne oppleve vekst, og det vil kunne føre til vekst i BNP.



Figur 2: Utvikling i BNP for de nordiske landene, OECD (u.å.)

Norge er sterkt preget av oljeprisfallet, og for å hindre en kraftig nedgang i norsk økonomi har Norges Bank (u.å.b) satt styringsrenten til 0,5 %. Dette er et historisk lavt nivå og skal stimulere til økt forbruk og økonomisk vekst. Prognoser for fremtidig styringsrente, viser at styringsrenten er forventet å forbli lav de kommende årene.



Figur 3: Prognose over fremtidig styringsrente, Norges Bank (u.å.b.)

Styringsrenten påvirker blant annet bankenes innskudds- og utlånsrenter. Nordmenn er som regel netto låntakere, og dermed vil lavere rente gjøre at disponibel inntekt øker. Høyere disponibel inntekt for privatkunder fører til økt konsum og investering. Økt konsum vil være positivt for logistikkmarkedet, særlig fordi en stadig større andel av konsum foregår i form av netthandel som krever distribusjon (PostNord, 2014a). Økt investering i form av flere bedrifter vil også kunne være positivt fordi antall bedriftskunder vil kunne øke. På den annen side vil bedriftskunder som blir særlig påvirket av lavkonjunkturen, redusere sitt forbruk av logistikkjenester. Dermed er den samlede effekten av den økonomiske situasjonen uvis.

Oljeprisfallet har også påvirket den norske kronen negativt. NOK er siden 2013 svekket mot en rekke internasjonale valutaer, inkludert USD, GBP og EUR. Dermed har netthandel fra nordiske butikker blitt relativt billigere for nordmenn, og flere nordmenn vil velge og handle fra nordiske netthandlere fremfor ikke-nordiske netthandelsbutikker. Denne substitusjonseffekten vil være kortvarig for norske nettbutikker fordi innkjøpskostnadene til nettbutikkene også vil kunne øke. For de andre nordiske landene vil substitusjonseffekten vare lenger, ettersom nordmenn nå vil finne det gunstig og handle fra andre nordiske netthandlere fremfor de norske. Økt netthandel fra nordiske nettbutikker er gunstig for nordiske logistikkleverandører, fordi nordiske nettbutikker ofte har nordiske leverandører.



Figur 4: Valutakursutvikling USD/NOK, Valutakurser.no (u.å.)



Figur 5: Valutakursutvikling GBP/NOK, Valutakurser.no (u.å.)



Figur 6: Valutakursutvikling EUR/NOK, Valutakurser.no (u.å.)

Sosiokulturelle og teknologiske faktorer

Norge er sterkt preget av sentralisering med innflytting til de store byene (Statistisk sentralbyrå, 2015). Dette fører til negativ netto innflytting i distriktene. Dermed blir det færre leveranser, og større avstander mellom hver leveranse i distriktene. Lavere etterspørsel i distriktene vil ha betydning for leveringskostnadene, og flere av områdene i distriktene vil bli ulønnsomme å betjene i fremtiden.

De siste ti-årene er preget av rask teknologisk utvikling og økt bruk av internett. Den teknologiske utviklingen har ført til at det som tidligere var godt etablerte produkter, nå er

blitt overflødige. Blant annet har privatpersoner substituert bort brev og postkort, og erstattet dem med e-post og tekstmeldinger. Banker som tradisjonelt har hatt et stort forbruk av posttjenester, har også gått over til å i stor grad bruke e-faktura og nettbank (Oslo Economics, 2010). Økt bruk av nettbank gjør også at banktjenester som tidligere ble tilbudt på postkontorer, blir mindre etterspurt. E-substitusjon er dermed hovedårsaken til at brev volumet i Norge faller med 7-8 % i året (Posten Norge, 2015, s 53), og denne trenden antas å være tilsvarende i de andre nordiske landene. I tillegg har internett ført med seg nye kanaler for å distribuere reklame, og dermed synker trykt reklame i volum (Thalberg, 2015). Teknologi har også evne til å skape nye produkter, og e-substitusjonen har blant annet ført til et økt behov for sikker digital post. Dette gjør at tilbydere nå utvikler ulike digitale posttjenester, og dette er et produkt i vekst.

Den teknologiske utviklingen har også ført til at det har oppstått en trend der forbrukere substituerer kjøp i fysiske butikker med e-handel. En e-handelsundersøkelse publisert av PostNord (2014a) viser at 1/3 av befolkningen i Norden handlet på internett minst én gang i måneden i 2014, og at B2C-forsendelser økte med 15 % i 2014. Brings e-handelsrapport for 2015 viser at forbrukerne ønsker seg enklere og flere betalingsmetoder, samt at flere nettsider tilpasses nettbrett og mobiltelefoner. Forbrukernes ønsker vil trolig bli oppfylt, da potensialet i e-handelen skaper incentiver for butikker og utviklere til å forbedre betalingsløsningene sine. Dette kan illustreres ved DNB som ønsker å utvide sin betalingsapp Vipps, slik at den også skal gjelde for netthandel (NTB, 2016). Økt etterspørsel vil kunne gi mindre priskonkurranse i logistikkmarkedet. Når det gjelder e-handel viser Virkes e-Handelsbarometer (2016) at det er aldersgruppen 18-39 som er mest aktive når det gjelder varekjøp på internett, og det er også denne gruppen som bruker mest penger totalt. Aldergruppen over 60-år handler på nett halvparten så ofte som andre. I årene som kommer vil den yngre generasjon som vokser opp ha et naturlig forhold til å handle på nett, noe som vil gi økt vekst. Samtidig vil forbrukerne i 50-60 årene som handler på nett fortsette med dette så lenge de holder tritt med de teknologiske nyvinningene. Totalt sett vil dette kunne gi en større gruppe som behersker og benytter seg av e-handel. I Norge regner en med at 200 000 innbyggere er ikke-brukere, mens 800 000 regnes som svake brukere. Når det gjelder disse ønsker regjeringen at de skal få hjelp slik at vi ikke får et digitalt klasseskille. Dette er viktig da stadig flere offentlige tjenester krever at en behersker bruk av internett. Med dette som utgangspunkt lanserer regjeringen et to-årig program sammen med andre aktører, for å få flere til å bruke internett (Horten, 2015). Programmet vil trolig kunne gi positive resultater, men

det er langt fra sikkert at alle disse vil benytte seg av netthandel. Når det gjelder den eldste delen av befolkningen er det samlet sett lite trolig at de vil begynne og benytte seg av e-handel.

Miljømessige faktorer

Global oppvarming har bidratt til å sette fokus på CO₂-utslipp og transportindustrien er en av industriene med høyest CO₂-utslipp. Dette har bransjen tatt innover seg, og bransjen preges nå av et skifte i en mer miljøvennlig retning. Blant annet brukes det mer tog i stedet for bil der dette er mulig, og bilparkene blir mer miljøvennlige etter hvert som de skiftes ut.

Det er ikke bare post- og logistikkleverandørene som har tatt innover seg konsekvensene av høy forurensing. Kundene blir stadig mer miljøbevisste, og en undersøkelse gjennomført av PostNord (2013a, s.15) viser at 64 % av nordiske bedrifter mener miljø er viktig i valg av leverandør. Kundene viser også økt betalingsvilje for miljøvennlige løsninger.

Konklusjon

Lav vekst og lav styringsrente kombinert med en svekkelse av den norske kronen, taler for at konsum av logistiktjenester blant private kunder vil øke. For bedriftskundene er fremtidig konsum mer usikkert. For selskaper som driver innen oljesektoren, samt selskaper som importerer varer fra utlandet, vil konsumet reduseres. Selskaper som i mindre grad påvirkes av oljeprisfallet vil kunne ta nytte av den svake renten og øke sitt konsum. Til tross for lavere volum fra oljesektoren, er logistikkmarkedet i vekst. Dermed antar vi at logistikkmarkedet fortsatt vil oppleve vekst i samlede logistikkinntekter. For postmarkedet er fremtidsutsiktene dystre. Flytting fra distriktene gjør at flere distrikter blir ulønnsomme å betjene. Kombinert med en generell nedgang i postvolum grunnet teknologisk utvikling, fører dette til at lønnsomheten i postmarkedet reduseres. Det tredje postdirektiv åpner for konkurranse på brev under 50g, men ettersom postmarkedet har dårlige utsikter er det uvisst om det vil oppstå konkurranse i brevsegmentet eller ikke. Likevel vil trusselen for potensiell konkurranse kunne påvirke prissettingen.

Miljøbevissthet er et viktig tema i dagens samfunn, og det er et tema som trolig vil bli enda viktigere i fremtiden. Dermed er det mulig at selskaper som forurensere lite vil bli foretrukket.

4.3. Intern analyse

4.3.1. VRIO

I denne analysen ønsker vi å finne ut om Posten Norge besitter et konkurransefortrinn. Et konkurransefortrinn er når et selskap har høyere profitt enn den gjennomsnittlige profitten for andre selskaper i samme marked (Besanko mfl, 2015, s.295). I følge ressursbasert teori besitter selskaper ulike ressurser, hvor noen ressurser skaper mer verdi enn andre. Ressurser kan deles inn i ulike kategorier, og en vanlig inndeling er finansielle, fysiske, humankapital, organisasjonskapital og relasjoner. Inndelingen er likevel ikke absolutt, da flere ressurser vil kunne passe inn under flere av kategoriene. Videre er det vanlig å anta at de sistnevnte kategoriene er vanskeligst å imitere, mens de førstnevnte er lettere. Dermed vil de sistnevnte kategoriene oftest være de som vil kunne gi et varig konkurransefortrinn.

Analysen utføres ved hjelp av VRIO-rammeverket som identifiserer ulike egenskaper ved ressursene. VRIO er et akronym som står for viktig (V), sjelden (R), ikke-imiterbar (I) og organisert (O). Dersom en ressurs innehar alle disse egenskapene vil den kunne bidra til å skape et varig konkurransefortrinn.

- **Viktig:** Ressursen må kunne påvirke kundenes betalingsvillighet eller selskapets kostnader.
- **Sjelden:** Ressursen besittes ikke av nåværende og potensielle konkurrenter i samme mengde og kvalitet.
- **Ikke-imiterbar:** Ressursen er vanskelig for andre å imitere og substituere.
- **Organisert:** Selskapet har formulert en strategi som utnytter ressursen og klarer å kapre verdien som ressursen skaper.

Viktig	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert	Implikasjoner for konkurransen
✗	✓	✓	✓	Trivielt konkurransefortrinn
✓	✗	✓	✓	Konkurrenseparitet
✓	✓	✗	✓	Midlertidig konkurransefortrinn
✓	✓	✓	✗	Potensielt konkurransefortrinn
✓	✓	✓	✓	Varig konkurransefortrinn

Figur 7: VRIO, egenkomponert

Posten Norge innehar mange ressurser, og vi har ikke anledning til å analysere alle sammen.

Vi har derfor plukket ut noen ressurser som muligens vil kunne gi et konkurransefortrinn, og vi vil analysere disse ressursene hver for seg for å konkludere hvorvidt ressursen er en kilde til et konkurransefortrinn eller ikke. Ressursene vi har valgt er merkenavn, omdømme innovasjonsevne og konseptet Post i butikk. Vi har trukket frem disse ressursene fordi de inngår i Posten Norges organisasjonskapital, relasjoner og humankapital. Dette er ressurskategorier som oftest gir varig konkurransefortrinn, og følgelig ønsker vi å analysere om dette er tilfellet her.

Merkenavn

Posten Norge har en lang og sterk historie i Norge og var Norges første postselskap. Å være først ute har gitt Posten flere fordeler, deriblant en høy kundelojalitet. En undersøkelse gjennomført av Norsk kundebarometer ved Handelshøyskolen BI (2015) viser at Posten får en score på 90,3 i lojalitet blant norske husholdninger. Posten Norge er i dag et sterkt varemerke som alle nordmenn kjenner til. Det sterke merkenavnet kan fungere som et etableringshinder, og vil følgelig være verdifullt. Merkenavnet som har eksistert i snart 370 år, må også sies å være sjeldent. Posten Norge har siden 2008 operert med to merkenavn, Posten og Bring. De to merkenavnene er utformet på en måte som ivaretar Postens lange tradisjoner. Med bruk av rødfarge for Posten-logoen og ivaretagelse av posthornet, samt at den grønne Bring-logoen knyttes tett opp mot Postens logo. Dermed blir også Bring assosiert med Posten, og kan dra nytte av Postens sterke merkenavn. Postens lange tradisjoner gjør at merkevaren blir vanskelig å kopiere, og anses som ikke-imiterbar. Posten ble etablert i en tid hvor det hadde monopol og dermed god tid til å etablere seg og definere bransjen. En slik mulighet finnes ikke i dagens konkurranseutsatte marked, og ingen konkurrenter vil få samme mulighet for merkevarebygging. Postens sterke posisjon reflekteres også gjennom at navnet er assosiert med en hel tjenestekategori. Posten er et substantiv i det norske språk, og følgelig vil de fleste nordmenn assosiere post med Posten. Bring har også etter hvert utviklet en tilsvarende posisjon i markedet. Blant annet så selskapet Easybring seg nødt til å bytte navn til Nimber, etter at Posten Norge vant i Klagenemnda for industrielle rettigheter. Der ble det fastslått at Easybring lett kunne forveksles for å være et Bring-selskap (Sundberg, 2014). Postens merkenavn må dermed også sies å være organisert. Dette er fordi Posten Norge er bevisst på merkenavnets posisjon og de utnytter og beskytter merkenavnet sitt fullt ut. Posten som merkevare er dermed en viktig, sjelden, ikke-imiterbar og organisert ressurs, og kategoriseres dermed som et varig konkurransefortrinn.

Posten Norge har en særskilt posisjon i det norske post- og logistikkmarkedet, men står også sterkt i resten av Norden. I de resterende nordiske landene har Posten Norge ikke den samme merkeloyaliteten, da inntreden i disse markedene er relativt ny. Konkurransefortrinnet er dermed geografisk begrenset. I de andre nordiske landene vil de nasjonale postverkene kunne ha et tilsvarende konkurransefortrinn.

Omdømme

Et godt omdømme vil kunne bidra til å tiltrekke og motivere ansatte, øke kundelojaliteten og styrke konkurransekraften. Dermed er et godt omdømme en viktig ressurs. Posten lå i 2014 på 11.plass i Ipsos MMIs årlige omdømmeundersøkelse av de største selskapene i Norge, men havnet på 22 plass i 2015. (Posten Norge, 2016, s.82). I undersøkelsen kom det frem at 65 % av respondentene hadde et positivt inntrykk av Posten i 2015. Et like godt eller bedre omdømme anses dermed som sjeldent, da kun ti norske selskaper har et bedre omdømme i 2014 og 21 selskaper i 2015. Det er flere faktorer som bidrar til Postens gode omdømme. For det første har Posten et høyt service nivå, noe som gjør at selskapet assosieres med høy kvalitet og trygghet om at leveransen kommer frem i tide. Posten anses også som et godt sted å jobbe, med stort fokus på HMS, arbeidstakerrettigheter, mangfold og integrering. I en intern undersøkelse av arbeidsmiljø og trivsel på jobb, gir de ansatte Posten Norge en score på 80 av 100 (Posten Norge, 2015, s. 39). Mangfold og integrering er dessuten et punkt hvor Posten skiller seg positivt ut fra mange andre selskaper. I Posten har 14,7 % av arbeiderne i Norge innvandrerbakgrunn, og 4,4 % av lederne har innvandrerbakgrunn (Posten Norge, 2016, s. 39 og s. 74). Posten tilbyr blant annet et mentorprogram for innvandrerkvinner, språkopplæring og et eget utviklings- og hospiteringsprogram for arbeidstakere med familiebakgrunn utenfor Norden. I tillegg er Posten Norge en rasismefri sone (Posten Norge, 2014, s. 106). Et annet område hvor Posten viser samfunnsansvar er miljø. Posten er et miljøbevisst selskap og har blant annet redusert sitt CO2-utslipp med 30 % siden 2008. De har arbeidet hardt for å nå en målsetning om 40 % reduksjon i CO2-utslippene innen 2020 (Posten Norge, 2015, s. 52). Eksemplene over viser at omdømmet er en ressurs som Posten har organisert. Det er imidlertid ingenting som hindrer andre selskaper i å gjøre det samme, og følgelig vil omdømmet i bestefall kun være et midlertidig konkurransefortrinn.

Innovasjonskultur

Posten har opplevd mange teknologiske nyvinninger gjennom sin levetid. Det er tydelig at teknologi utfordrer Posten Norge sitt tradisjonelle arbeid innen postlevering, men teknologien kan også forbedre Posten Norge og gi dem konkurransefortrinn. Posten Norges visjon er at selskapet skal være ”verdens mest fremtidsrettede post- og logistikkonsern” (Postennorge.no, u.å.). For å kunne oppnå dette er innovasjon viktig, og Posten Norge jobber med dette på ulike områder. Selskapet har i de senere år blant annet utviklet digital rutebok og Digipost.

Den digitale ruteboken er en bedriftsintern app som ble lansert i 2014, og erstattet den tradisjonelle ruteboken for postbudene. Appen effektiviserer postbudenes arbeid, reduserer papirbruket og gir bedre adresse- og leveringskvalitet (Jørstad, u.å.). Dermed ble den gamle ruteboken erstattet av smarttelefon og app. Den digitale ruteboken er unik for bransjen, og ble hedret med Merket for god design i kategorien Interaksjonsdesign. Merket for god design er et kvalitetsstempel fra Norsk design og arkitektursenter (doga.no, 2015).

Digipost er en digital postkasse som ble lansert i 2011. Digipost omhandler dokumenter som krever høy sikkerhet. Eksempler på dette kan være helseattester eller vedtak fra det offentlige. Alle brevene lagres i Norge og er kryptert slik at kun mottaker har tilgang til egne brev (Postennorge.no, u.å.). I 2014 ble Digipost valgt som leverandør av digital post fra det offentlige (Posten.no, 2014). Digipost har omkring 600 000 brukere i Norge. Det er bedrifter som bruker Digipost til å sende post til sine kunder, og det er tre måter en kan gjøre dette på (Digipost.no, u.å.). Ettersom Digipost kan erstatte fysiske brev, kan ressursen sies å kannibalisere Posten Norges eksisterende posttilbud. På den annen side foregår det en digital utvikling som Posten Norge bør henge med på. Dersom de ikke utvikler egne digitale tilbud, vil trolig andre gjøre dette, og uansett ta deler av markedet fra Posten Norges eksisterende tilbud.

Både den digitale ruteboken og Digipost er eksempler som viser hvilke resultater Posten Norge har fått gjennom innovasjon. Selskapet har fokus på innovasjonskultur, og ønsker å få utnyttet potensialet som ligger i organisasjonen. For å kunne kommunisere de gode historiene rundt innovasjon lanserte Posten Norge i 2015 sin egen innovasjonsside, samt at det i februar ble utgitt et innovasjonsmagasin (Posten Norge, 2015. s. 73). Selskapet ønsker også dialog med kunder, partnere og leverandører for å kunne skape helhetlige løsninger. På Posten Norges innovasjonssider er det mulig for andre å komme med innspill og ideer for å forbedre

tjenestene (Postennorge.no, u.å.). I tillegg jobber Posten Norge med å utvikle en dialogplattform for innovasjon. (Posten Norge, 2015. s. 73). De nevnte eksemplene viser hvordan selskapet har jobbet for å utvikle og forbedre innovasjonskulturen.

Det kan være vanskelig å måle innovasjonskulturen til Posten Norge opp mot konkurrentenes innovasjonskultur. Derimot er det lettere å se på resultatene av innovasjonskulturen som da blant annet vil gjelde den digitale ruteboken og Digipost. Både den digitale ruteboken og Digipost har påvirket kostnadene og inntektene positivt. Dermed kan en si at innovasjonskulturen er viktig, da den gir mulighet for å påvirke kostnadene og inntektene på en positiv måte. Posten Norges innovasjonskultur er sjelden i den forstand at andre selskaper ikke har helt lik kultur. Videre er det klart at et annet selskap ikke kan imitere Posten Norges kultur, fordi kultur er en unik sammensetning av verdien, normer og adferd. Det konkurrenter eventuelt kan gjøre er å gjennomføre samme eller lignende tiltak for å sette innovasjon i fokus. Dermed kan andre substituere seg til en lignende ressurs. Til slutt er innovasjonskulturen organisert i den forstand at Posten Norge allerede har oppnådd resultater gjennom den digitale ruteboken og Digipost. Posten Norges innovasjonsevne kan dermed sies å være et midlertidig fortrinn.

Post i butikk

Posten Norge har nærmere 6000 utleveringssteder i Norden hvor rundt 3000 av dem er i Norge, og 1360 av disse er Post i butikk (Posten.no, u.å.). Post i butikk legges ut på anbud og i valget av butikker vektlegges blant annet geografisk plassering, parkeringsmuligheter, økonomi og hvor egnet lokalet er. Ordningen innebærer at alle drivere av Post i butikk har minst en postansvarlig, samtidig som andre også får opplæring i tjenestene som skal utføres (Posten.no, u.å.). Innføringen av Post i butikk konseptet startet i 2001 og er blitt stadig mer populært, noe som trolig skyldes god tilgjengelighet og lange åpningstider. Fra i år er det ikke bare i dagligvarekjeder en finner Post i butikk. Plantasjen og Elkjøp er også tildelt ordningen. Etter innføringen av Post i butikk har stadig flere postkontor blitt lagt ned, noe som har ført til at de ansatte ved postkontorene gjerne har mistet jobben (Knudsen, 2012). Konseptet Post i butikk ble innført som en måte å drive posttjenester mer kostnadseffektivt på sammenlignet med å drive egne postkontor, ettersom det gir mulighet til å dele faste kostnader med andre bedrifter. Post i butikk har riktignok en kostnad, men på grunn av god konkurranse på anbudene er kostnaden lavere enn kostnaden ved å drive eget postkontor. Post i butikk må sies

å være viktig da det påvirker kostnadene, samtidig som de gir mulighet for økt betalingsvilje blant sluttkundene da konseptet gir dem økt tilgjengelighet og service.

Da innføringen av konseptet startet i 2001 hadde Posten Norge eksklusivitetsklausuler i sine avtaler med dagligvarekjedene, men dette gjaldt bare 4000 av rundt 30 000 mulige utleveringssteder. Likevel ble Posten Norge i 2010 ilagt en bot av ESA på 102 MNOK for å ha hindret konkurrenter i å etablere seg i markedet. Senere ble boten nedjustert til 83 MNOK. Saken endte med forlik mellom DB Schenker og Posten Norge i fjor, hvor detaljene rundt forliket er ukjent. ESA mente at avtalene har gitt en begrenset konkurranse i det norske markedet i nesten seks år (DN.no, 2012).

I dag tilbyr konkurrenten PostNord også Post i butikk i Norge. PostNord har 5800 utleveringssteder i Norden, hvor 1250 av dem er i Norge. Det finnes heller ingen eksklusivitetsklausuler i dag, og i en del butikker finnes det Post i butikk som opererer for både Posten Norge og PostNord. Post i butikk finnes også i Sverige, og utviklingen her har vært den samme med at konseptet overtar for vanlige postkontor (Postennorge.no, 2012). Videre er det trolig slik at Posten Norge fremdeles står sterkest i Norge, mens PostNord står sterkere i Sverige og Danmark. Begge selskapene er godt representert i Norden gjennom mange utleveringssteder. Dermed kan en konkludere med at Post i butikk ikke er en sjelden ressurs.

Siden konkurrenten PostNord også har Post i butikk er det klart at konseptet er imiterbart. For mindre konkurrenter kan det være vanskeligere å etablere konsept. Skal det være av interesse blant potensielle tilbydere av Post i butikk, bør avtalen være av en viss størrelse. På den annen side kan det tenkes at tilbydere som allerede opererer for Posten Norge og/eller PostNord, vil kunne godta avtaler med små volum ettersom kostnaden ved å tilby tjenesten for en ekstra leverandør er lav. Skal konseptet være lønnsomt for en konkurrent bør den ha tilstrekkelig volum av forsendinger, og her kan en komme tilbake til den potensielle utfordringen en mindre aktør kan møte ved merkevarelojalitet.

Post i butikk er organisert ved at postkontorer er lagt ned og ansatte har mistet jobben, noe som gir lavere lønnskostnader. Videre er det som nevnt konkurranse på en stor del av anbudene når det gjelder Post i butikk.

Konklusjonen for ressursen Post i butikk er at Posten Norge er på paritet med sine konkurrenter.

Konklusjon

Ut fra analysen er det Posten Norges merkenavn som kan være et varig konkurransefortrinn. Dette kan være viktig for inntjeningen, da merkenavn kan være avgjørende når kunder skal bestemme seg for valg av leverandør. Omdømme og innovasjonskultur er ressurser som kan være med og forklare hvorfor Posten Norge har et godt resultat for øyeblikket, men effekten disse ressursene har er trolig midlertidig. Det er viktig at Posten Norge fortsetter sitt arbeid innen innovasjonskultur, da det er klart at bransjen drives av innovative og teknologiske løsninger. Samtidig må selskapet ta hensyn til sitt omdømme når de skal videreutvikle sine tjenester. Omdømme kan knyttes til merkenavn, og dersom en får et dårligere omdømme vil dette kunne gå utover merkenavnet. Dermed vil omdømmet ikke lenger gi samme positive effekt. Post i butikk er en ressurs hvor Posten Norge er på paritet med sine konkurrenter, og de gir dermed ikke et konkurransefortrinn. Resultatet av VRIO-analysen oppsummeres i figur 8.

Ressurs	Viktig	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert	Konklusjon
Merkenavn	✓	✓	✓	✓	Varig konkurransefortrinn
Omdømme	✓	✓	✗	✓	Midlertidig konkurransefortrinn
Post i butikk	✓	✗	✗	✓	Paritet
Innovasjonskultur	✓	✓	✗	✓	Midlertidig konkurransefortrinn

Figur 8: VRIO for Posten Norge, egenkomponert

5. Bearbeiding av regnskap for analyseformål

5.1. Innledning

Den fundamentale analysen tar utgangspunkt i årsregnskapet til selskapet som skal verdsettes. Her har vi valgt å verdsette Posten Norge konsernet, og følgelig tas det utgangspunkt i konsernregnskapet. Ved å ta utgangspunkt i konsernregnskapene over en lengre periode er det mulig å danne seg et bilde av hvordan lønnsomheten til selskapet har vært. Deretter kan en danne seg en formening om hvordan lønnsomheten kommer til å bli i fremtiden. I denne sammenhengen er det derfor ønskelig å gå langt tilbake i tid, gjerne rundt ti år.

Posten Norge har tilgjengelige årsregnskap som strekker seg tilbake til 2000, og det er dermed mulig å gå langt tilbake i tid. I den opprinnelige planen var meningen at vi skulle bruke regnskapene fra perioden 2005-2015, ettersom selskapet begynte å bruke IFRS i 2005. Under nærmere inspeksjon viste det seg imidlertid at Posten Norge gjennomgikk en betydelig omstrukturering i perioden 2008-2010. I denne perioden solgte og kjøpte Posten Norge en rekke selskaper, slik at regnskapene for de ulike årene ikke omhandler det samme selskapet, og følgelig vil vi ikke kunne ta i bruk en trend som strekker seg over perioden 2005-2015. Derfor har vi i stedet tatt i bruk regnskapene for perioden 2011-2015. Dette er en mindre tidsrekke, og følgelig sitter vi igjen med mindre informasjon. Likevel er den informasjonen vi har mer relevant enn hva som ville vært tilfellet om vi hadde tatt i bruk regnskapene for 2005-2015.

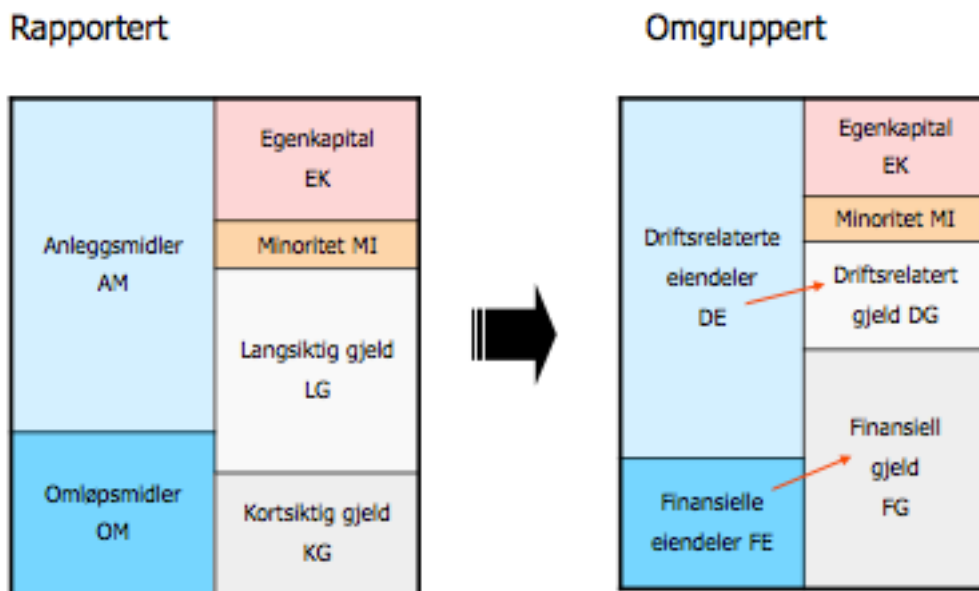
Regnskapene skal som nevnt brukes til å finne en historisk trend. For at denne trenden skal bli synlig er det derfor viktig å renske ut støy. Det tas utgangspunkt i driftsresultatet, og følgelig vil støy omfatte alle finansielle poster som inkluderes i driftsresultatet, samt poster som skyldes engangshendelser. For å renske ut støy er det nødvendig å gjennomføre en omgruppering av balansen og en normalisering av regnskapstall.

5.2. Omgruppering

Den fundamentale analysen tar utgangspunkt i årsrapportene til Posten Norge. Årsrapportene er ført etter IFRS, hvor utformingen av regnskapet er utarbeidet med kreditors interesser i tankene. I verdsettelsessammenheng er vi opptatt av hvilke verdier driften vil generere, ikke nødvendigvis hvordan driften er finansiert. Derfor er en omgruppering av balansen nødvendig.

I omgrupperingen deles eiendeler og gjeld inn i operasjonelle eiendeler (OE), operasjonell gjeld (OG), finansielle eiendeler (FE) og finansiell gjeld (FG) (Kaldestad og Møller, 2011, s. 21). Operasjonelle eiendeler og gjeld er nødvendig for å generere kontantstrømmer fra drift, mens finansielle eiendeler og gjeld omhandler finansieringen og dermed påvirker de ikke ”operating cash flow”. Vi vil bruke netto operasjonelle eiendeler til å lage en prognose over fremtidig ”operating cash flow”. Denne kontantstrømmen brukes deretter til å estimere virkelig verdi av totalkapitalen. Netto finansielle eiendeler brukes til å justere totalkapitalen

om til en egenkapitalverdi. For at justeringen skal bli korrekt bør en bruke virkelig verdi etter skatt for netto finansielle eiendeler, men denne informasjonen vil ikke alltid være tilgjengelig og det vil dermed kunne gi noen målefeil.



Figur 9: Omgruppering av balansen, Kinserdal (2015)

5.2.1. Eiendeler

Immaterielle eiendeler

Immaterielle eiendeler består av IT-utvikling og varemerker, samt prosjekter under utvikling. Dette er prosjekter som skal gjøre driften mer effektiv, blant annet ved felles adresseregister og et produksjonsstøttesystem for sporing av pakker. Samtlige poster vurderes derfor som operasjonelle.

Utsatt skattefordel

Utsatt skatt består hovedsakelig av fremførbart underskudd, negativ gevinst- og tapskonto og høyere skattemessig- enn regnskapsmessig verdi på driftsmidler (Nyquist og Aamelfot, 2008, s. 60). De midlertidige forskjellene mellom skatte- og resultatregnskapet skyldes ulike avskrivningsregler. Differansen gjøres opp når selskapet selges, men i denne verdsettelsen forutsettes det evig drift. Følgelig vil skattefordelen som skyldes midlertidige forskjeller aldri bli utbetalt, og nåverdien vil være null. Det fremførbare underskuddet og negativ gevinst-

tapskonto kan brukes til å redusere skatten i påfølgende perioder. Dermed har utsatt skattefordel en verdi, og verdien vil være avhengig av når det fremførbare underskuddet og tapet kan brukes. Utsatt skattefordel blir dermed nåverdien av det fremførbare underskuddet og tapet. Nåverdien av fremførbart underskudd og tap vil være avhengig av fremtidig resultat, og dermed vil verdien være avhengig av hvem som skal bruke skattefordelen. Dersom et annet selskap kjøper Posten Norge, vil de også kjøpe retten til å bruke skattefordelen, og nåverdien av skattefordelen vil ikke nødvendigvis være den samme som dersom Posten Norge selv skal bruke skattefordelen. Derfor vil vi skille ut nåverdien av fremførbart underskudd og tap på en egen linje i overgangen fra total kapitalverdi til egen kapitalverdi av Posten Norge. Dermed vil nåverdien av skattefordelen holdes utenfor den omgrupperte balansen.

Varige driftsmidler

Maskiner, transportmidler, bygninger og anlegg er kategorisert som varige driftsmidler. Det forutsettes at samtlige driftsmidler er nødvendige for å opprettholde driften, og at ingen kan selges uten at driftsresultatet vil bli påvirket. Varige driftsmidler kategoriseres som operasjonelle eiendeler.

Investering i tilknyttede selskap og felleskontrollert virksomhet

Posten Norge har selv kategorisert investering i tilknyttede selskap (TS) og felleskontrollert virksomhet (FKV) som en driftsrelatert eiendel, og resultatet inngår dermed i konsernets driftsresultat og balanse. Dette er alle selskaper som er relatert til post- eller logistikkmarkedet, og dermed vil det være naturlig å kategorisere investering i TS og FKV som en operasjonell eiendel. Til tross for dette vil det være problematisk å behandle posten som en operasjonell eiendel, fordi egenkapitalmetoden er brukt. Posten Norge bruker egenkapitalmetoden for å inkludere TS og FKV, noe som innebærer at konsernets andel av resultatet i TS og FKV inngår i konsernregnskapet. Posten Norges andel av resultatet vil være resultatet etter skatt. Vi har ikke informasjon tilgjengelig for å justere den resultatførte andelen til et før-skatt resultat. Derfor vil vi i stedet behandle investering i TS og FKV som en finansiell eiendel.

Rentebærende langsiktige fordringer

Rentebærende langsiktige fordringer består av andre langsiktige fordringer.

Noteinformasjonen er begrenset, og det er derfor uklart hva som inngår i andre langsiktige fordringer. Det er mulig andre finansielle fordringer kan være lån til ansatte eller lignende, og vi velger derfor å kategorisere posten som en finansiell eiendel.

Andre finansielle anleggsmidler

Andre finansielle anleggsmidler består av derivater, lån og fordringer, og de kategoriseres som finansielle eiendeler.

Varebeholdning

Varebeholdning kategoriseres som en operasjonell eiendel.

Rentefrie kortsiktige fordringer

Rentefrie kortsiktige fordringer består av kundefordringer, fordringer ansatte, forskuddsbetalte kostnader og øvrige fordringer. Kundefordringer og forskuddsbetalte kostnader er fordringer som er nødvendig for drift. Det er uklart hva som legges i øvrige fordringer, og med mangel på mer informasjon kategoriseres samtlige poster som operasjonelle eiendeler.

Rentebærende kortsiktige fordringer

Rentebærende kortsiktige fordringer består av andre kortsiktige fordringer. Dette er hovedsakelig forskuddsbetaling tilknyttet pensjonsmidler og forsikring, og posten kategoriseres som finansiell eiendel.

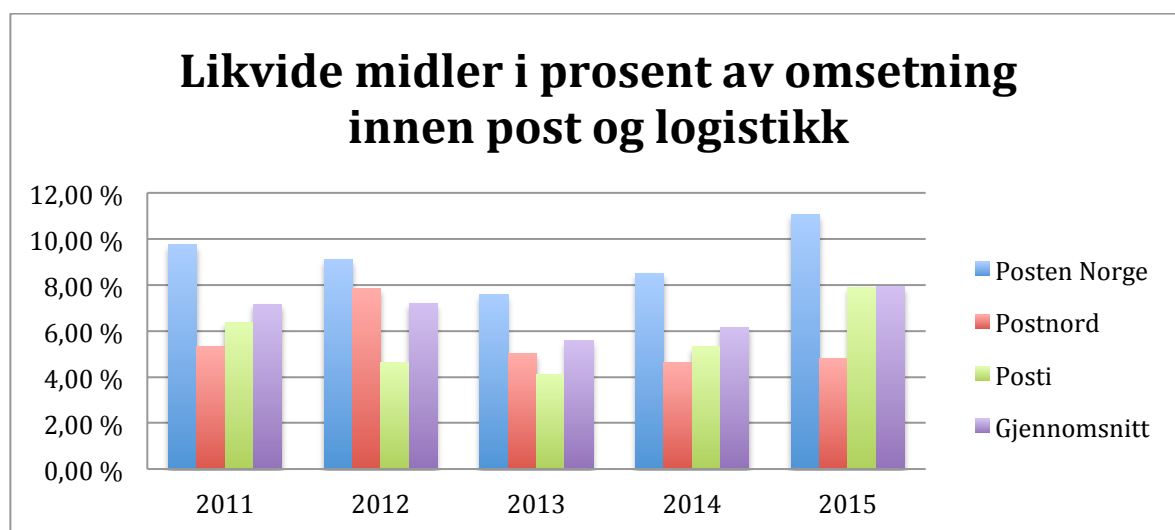
Likvide midler

Likvide midler består av kontanter og kortsiktige plasseringer, hvor kortsiktige plasseringer raskt kan konverteres til kontanter dersom det er nødvendig. Likvide midler kan kategoriseres som både operasjonelle og finansielle eiendeler. For å kunne drive en virksomhet vil det alltid være nødvendig å ha kontanter tilgjengelig, og disse kontantene kalles for driftlikviditet og

klassifiseres som operasjonell. Kontanter utover dette vil være overskuddslikviditet og kategoriseres som finansiell.

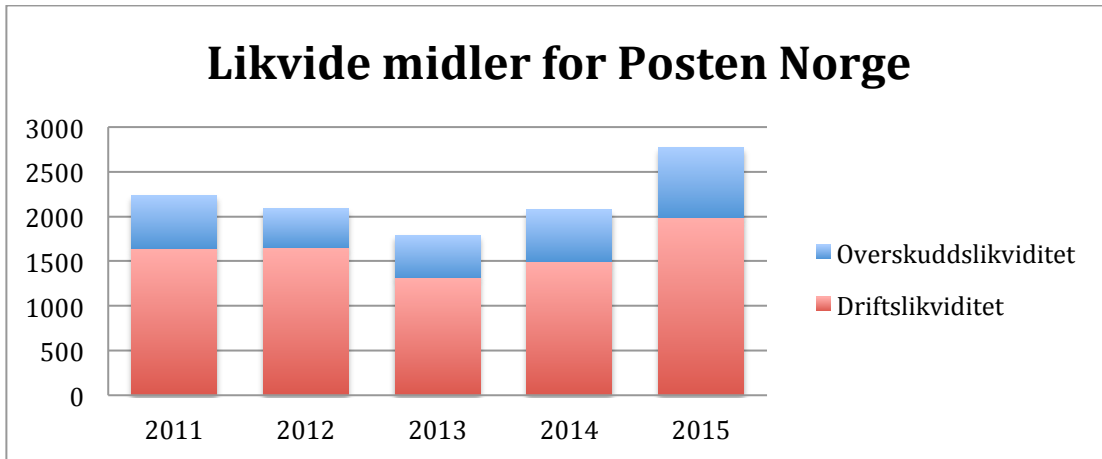
Hvor mye kontanter som er nødvendig for å kunne drive konsernet, og hvor mye som er overskuddslikviditet er uvisst. En tommelfingerregel er å estimere nødvendig kontantbeholdning til 10 % av varelageret. Her utgjør varelageret en ubetydelig del av virksomheten, og følgelig er tommelfingerregelen ikke egnet. En annen tommelfingerregel er at driftslikviditet skal være 2 % av omsetningen (Damodaran, 2005a). Et problem med denne tommelfingerregelen er at den ikke tar hensyn til at kontantbehovet varierer fra bedrift til bedrift og mellom forskjellige bransjer. Nødvendig driftslikviditet vil blant annet være avhengig av om transaksjoner skjer ved kontant betaling eller kreditt, størrelse på gjennomsnittlige transaksjoner, etterspørselssvingninger, konjunkturer i økonomien og selskapets gjeldsgrad. Disse faktorene vil i stor grad påvirke bedrifter i samme bransje likt, og følgelig er et annet alternativ å estimere nødvendig driftslikviditet til gjennomsnittlige likvide midler for bransjen (Damodaran, 2005a). Dersom en bedrift har mer likvide midler enn gjennomsnittet, vil overskuddet kategoriseres som overskuddslikviditet.

Behovet for driftslikviditet vil også være avhengig av omfanget av virksomheten, og derfor måles gjennomsnittlig likvide midler i prosent av omsetning. Figur 10 viser likvide midler i prosent av omsetning innen post og logistikk for Posten Norge, PostNord og Posti. Posten Norge har mer likvide midler enn gjennomsnittet, og følgelig er det et tegn på at det er overskuddslikviditet i balansen til Posten Norge.



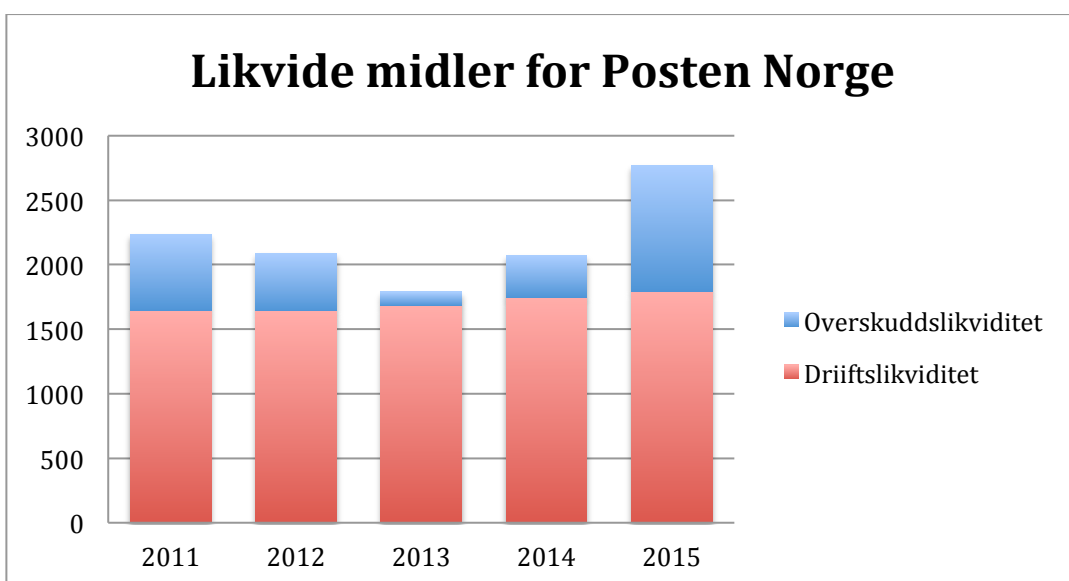
Figur 10: Oversikt over likvide midler, egenkomponert

Dersom vi bruker gjennomsnittet fra Posten Norge, PostNord og Posti som et mål på bransjegjennomsnittet, vil Posten Norges driftslikviditet og overskuddslikviditet fordeles som vist i figur 11.



Figur 11: Likvide midler for Posten Norge, egenkomponert

Damodaran (2016a) har beregnet et bransjegjennomsnitt for likvide midler i prosent av omsetning. For transportbransjen fant han at gjennomsnittet var på 7,16 % for 2015. Vi velger å bruke dette tallet i stedet for gjennomsnittet vi selv har regnet ut, ettersom Damodaran har tatt utgangspunkt i informasjon fra flere selskaper og følgelig har et bredere datagrunnlag. Med utgangspunkt i Damodarans bransjegjennomsnitt blir fordelingen av Posten Norges likvide midler som vist i figur 12.



Figur 12: Likvide midler for Posten Norge etter bransjegjennomsnitt, egenkomponert

Dermed vil driftslikviditeten til Posten Norge være på 1795, og overskuddslikviditeten på 978 ved utgangen av 2015. Økningen i overskuddslikviditet skyldes hovedsakelig kontantoppgjør ved salg av EVRY.

5.2.2. Egenkapital

Her finnes poster som aksjekapital, overkurs, annen egenkapital og andre reserver.

5.2.3. Minoritetsinteresser

Denne posten skal beregnes til virkelig verdi. Det er imidlertid vanskelig å finne denne verdien eksakt. Derfor benyttes den bokførte verdien, og posten regnes som finansiell gjeld. I den omgrupperte balansen vil vi skille ut minoritetsinteressene på egen linje.

5.2.4. Avsetninger og forpliktelser

I balansen finner en restrukturering, ventelønn og pensjon under denne posten. Når det gjelder pensjon er dette finansielle eiendeler og rentebærende gjeld. Restrukturering består hovedsakelig av omstillingskostnader som vi her antar tilsvarer sluttvederlag eller lignende. Ventelønn innebærer å betale lønn til ansatte som er oppsagt frem til de finner nytt arbeid. Dermed kategoriseres både restrukturering og ventelønn som finansiell gjeld. Dette fordi en ved oppkjøp av selskapet hadde fått med denne forpliktelsen, og den er ikke av betydning for den videre driften.

5.2.5. Gjeld

Rentebærende langsiktig gjeld

Her inngår gjeld til kredittinstitusjoner, obligasjonslån og annen langsiktig gjeld. Disse regnes som finansiell gjeld. Det er markedsverdien av gjelden som skal benyttes, og den bokførte verdien kan være et bra estimat på denne. Posten Norge har også finansiell leasing som en del av sine forpliktelser i forbindelse med finansiering av varige driftsmidler. Hvordan driftsmidlene er finansiert er ikke av betydning for driften og følgelig vil finansiell leasing kategoriseres som finansiell gjeld.

Operasjonelle leieavtaler

Posten Norge har også operasjonell leasing, hvor kostnaden opprinnelig er ført under driftsresultatet. Igjen skal ikke finansieringen av driftsmidler ha betydning for kontantstrømmen driften generer, slik at også operasjonell leasing bør inngå i balansen og kategoriseres som finansiell gjeld.

Operasjonell leasing er ikke balanseført i regnskapet, og verdien må derfor estimeres. Fremtidig leiekostnad kan hentes fra notene. Her oppgis den årlige leiekostnaden for år 1-5, samt kumulativ leie for resterende år. Basert på gjennomsnittlig leie i år 1-5, antar vi at den økonomiske levetiden for leieavtalene er totalt 7 år. Gjeldskostnaden før skatt er på ca. 2,4 %, se kapittel 8. Balanseverdien av de operasjonelle leieavtalene kan dermed estimeres som nåverdien av de fremtidige leiekostnadene. Balanseverdien for operasjonelle leieavtaler blir dermed 3199 MNOK.

År	1	2	3	4	5	6	7	SUM
Fremtidig leie	781	415,75	415,75	415,75	415,75	528	528	
Diskonteringsfaktor	1,024	1,024	1,024	1,024	1,024	1,024	1,024	
Nåverdi	763	396	387	378	369	458	447	3199

Figur 13: Nåverdi operasjonelle leieavtaler, egenkomponert

Leiekostnaden som betales består av et leieelement/avskrivning og en rentekostnad. Ved lineære avskrivninger over syv år vil leiekostnaden i 2015 fordeles som følger:

	2015
AVS	457
Rentekostnad	845
Leiekostnad	1302

Figur 14: Leiekostnad operasjonelle leieavtaler, egenkomponert

Her ser vi at avskrivningene er relativt lave, og rentekostnaden følgelig ekstra høy. Dette skyldes at balanseverdien kan være undervurdert. Det er en generell svakhet ved metoden at den systematisk undervurderer balanseverdien, ettersom den ignorerer anleggsmiddelets utraneringsverdi (Koller mfl., 2015, s. 439).

Rentefri langsiktig gjeld

Denne posten består av langsiktige derivater og regnes som en finansiell forpliktelse.

Rentebærende kortsiktig gjeld

Sertifikatlån og annen kortsiktig gjeld inngår her og kategoriseres som en finansiell forpliktelse.

Rentefri kortsiktig gjeld

For Posten Norges del inneholder denne gjelden lønnsavsetninger og offentlige utgifter, avsetning påløpte kostnader, forskuddsbetalte inntekter, leverandørgjeld, restrukturering og ventelønn kortsiktig og øvrig gjeld. Restrukturering og ventelønn er kategorisert som finansiell gjeld, mens de øvrige postene kategoriseres som operasjonell gjeld.

Betalbar skatt

Betalbar skatt er skatt på årsresultat, og den forfaller til betaling året etter at resultatet er opptjent. Av ulike årsaker velger en gjerne å forutsette at skatten kommer til utbetaling samme år som resultatet opptjenes. Dette kan gjøres om en har lite svingninger i resultatet. Om dette er oppfylt vil den betalbare skatten være noenlunde jevn. Dermed er det enklere å forutsette at skatten kommer til utbetaling samme år som resultatet er opptjent, selv om forutsetningen ikke fanger opp at en har «evigvarende» rentefri kreditt på ett års skatt (Kaldestad og Møller, 2011, s. 140). Den betalbare skatten på et «normalresultat» vil i prinsippet nå kunne betegnes som en del av arbeidskapitalen. Dermed vil Posten Norges betalbare skatt være driftsrelatert.

Oversikt omgruppert balanse

Operasjonelle eiendeler		Egenkapital	
Immaterielle eiendeler	2339	Aksjekapital	3120
Varige driftsmidler	5574	Overkurs	992
Varebeholdning	24	Annen egenkapital	1833
Rentefrie kortsiktige fordringer	4278	Andre reserver	-17
Driftslikviditet	1795	Minoritetsinteresser	-2
Sum operasjonelle eiendeler	14010	Sum egenkapital	5926
		Operasjonell gjeld	
		Lønnsavsetninger og offentlige avgifter	2036
		Avsetning påløpte kostnader	1031
		Forskuddsbetalte inntekter	329
		Leverandørgjeld	1418
		Rentefri kortsiktig øvrig gjeld	624
		Betalbar skatt	158
		Sum operasjonell gjeld	5596
Finansielle eiendeler		Finansiell gjeld	
Investering TS og FKV	380	Rentebærende langsiktig gjeld	2111
Rentebærende langsiktige fordringer	7	Finansiell leasing	72
Andre finansielle anleggsmidler	232	Operasjonell leasing	3199
Rentebærende kortsiktige fordringer	113	Rentefri langsiktig gjeld	36
Overskuddslikviditet	978	Rentebærende kortsiktig gjeld	896
Sum finansielle eiendeler	1710	Avsetninger og forpliktelser	1450
		Rentefri kortsiktig restrukturering og ventelønn	81
		Sum finansiell gjeld	7845

Figur 15: Omgruppert balanse, egenkomponert

5.3. Normalisering

Den fundamentale analysen fokuserer på EBITDA. For å komme frem til EBITDA tas det utgangspunkt i driftsresultatet og justeres for av- og nedskrivninger. Effekten av av- og nedskrivninger tas ut av resultatet, slik at det ikke oppstår problemer med endring av avskrivningsplaner eller at investeringsbehovet undervurderes. Posten Norge er en stabil virksomhet hvor det kan argumenteres for at investeringsbehovet er stabilt, og at historiske investeringer, gjenspeilet gjennom avskrivninger, dermed er lik fremtidige investeringer. Inflasjon gjør likevel at fremtidig nominelt investeringsbehov vil være høyere enn dagens avskrivninger. Dermed justeres driftsresultatet for av- og nedskrivninger, slik at ujustert EBITDA fremkommer.

	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsresultat	956	632	641	844	239
Avskrivninger	696	719	750	790	788
Nedskrivninger	173	199	245	282	385
Ujustert EBITDA	1825	1550	1636	1916	1412

Figur 16: Ujustert EBITDA, egenkomponert

Driftsresultatet brukes fordi det er kontantstrømmen til den underliggende driften som skaper verdier for selskapet, og følgelig skal det ikke være noen finansielle poster med i driftsresultatet. Videre er investorer interessert i hvordan resultatet er i en normalsituasjon. Derfor justerer vi også vekk engangsposter. Når finansielle poster og engangsposter er justert ut av driftsresultatet er regnskapet normalisert, og normalisert EBITDA fremkommer. Nedenfor gjennomgås sentrale poster som må behandles under en normalisering.

Resultat fra tilknyttede selskap og felles kontrollert virksomhet.

Resultatene fra TS og FKV anses som finansielle eiendeler, og de er da ikke en del av den normale driften som skal verdsettes. Derfor justerer vi EBITDA for disse resultatene. Eventuelt kunne en beholdt resultatet her, og da ikke inkludert dem i finansielle eiendeler.

Rentekostnad og avkastning på pensjonsmidler

Pensjonskostnaden inngår i driftsresultatet. Pensjonskostnad inneholder et rente- og avkastingselement som er av finansiell karakter, og følgelig skal denne delen av pensjonskostnaden ikke inngå i driftsresultatet. Posten Norge kategoriserer disse postene som finansielle, og har inkludert dem under finanskostnader og finansinntekter, og dermed foretas ingen justeringer her.

Estimatavvik pensjonsforpliktelser

Denne posten skyldes at etter hvert som forutsetningene for beregningen av pensjonsforpliktelsene endres, vil det oppstå et avvik i forhold til tidligere beregninger. Avviket er ført mot utvidet resultat, og det påvirker således ikke driftsresultatet. Derfor foretar vi ingen justeringer av posten.

Restrukturering

Posten Norge har hatt betydelige restruktureringskostnader. I en normalisering skal det kun justeres for unormale poster, og det forventes at noe restrukturering er normalt for bransjen. For å estimere hva som er et normalt nivå for restruktureringskostnader trenger vi en lengre tidsperiode enn kun fra 2011-2015. Et vektet snitt i perioden 2005-2015 gir en kostand på ca. 114 MNOK i året. Her valgte vi å gå tilbake til 2005 siden Posten innførte IFRS dette året. Snittet for perioden 2011-2015, er på ca. 99 MNOK. Et selskap av Posten Norges størrelse vil trolig alltid oppleve restruktureringskostnader av en viss størrelse. Fremover vil det trolig være en del restruktureringer knyttet til postvirksomhet. Derfor velger vi å si at 100 MNOK i årlige restruktureringer er et normalnivå, og vi velger å justere for dette.

Netto gevinst salg av anleggsmidler

Anleggsmidler har en bestemt levetid og skiftes ut jevnlig. Gevinst og tap på salg av anleggsmidler anses som engangsposter, da et bestemt anleggsmiddel kun kan selges en gang. Slike engangsposter gir unødvendig støy i driftsresultatet. Vi justerer derfor ut denne effekten i normalisert EBITDA, og tar i stedet hensyn til posten under normalinvesteringer. Normalinvesteringer er investeringer som er nødvendig for å opprettholde driften.

Andre inntekter og kostnader

I 2013 hadde Posten Norge kostnader knyttet til tapskontrakter på 187 MNOK, grunnet markedsregulering av husleiekontrakter i logistikksegmentet. Denne summen er langt over kostnader på tapskontrakter for andre år. Størrelsen på summen og det at det skyldes markedsregulering gjør at store deler av posten regnes som et engangstilfelle. Derfor velger vi å justere med 167 MNOK for år 2013. For de andre årene foretar vi ingen justeringer selv om tallene ikke er like. Årsaken er at målet med normaliseringen ikke er å jevne ut alle trender, men å justere for størrelser og forhold som ikke gjentar seg.

Forskning og utvikling (FOU)

Posten Norge har utvikling i form av en felles IT plattform for konsernet og webløsninger som skal gi mer effektiv posthåndtering og sporing av pakker. Disse er aktivert i balansen, og vi foretar ingen justeringer av posten.

Leasing

Posten Norge har både finansielle og operasjonelle leieavtaler, hvor sistnevnte utgjør størsteparten av leieavtalene. Leieavtalene omhandler leie av bygninger, maskiner og biler. I verdsettelsen tas det utgangspunkt i EBITDA, og de finansielle leieavtalene kostnadsføres gjennom avskrivninger og er dermed ikke en del av EBITDA. De operasjonelle leieavtalene er ført som en driftskostnad, og dermed inngår disse i driftsresultatet. En operasjonell leieavtale består av et renteelement og en leiekostnad. Renteelementet er en finansiell post, og det må justeres ut av driftsresultatet. Når det gjelder leiekostnaden vil den være en slags avskrivning på driftsmidlene, og følgelig vil også denne tas ut av driftsresultatet. Dermed justerer vi ut hele leiekostnaden.

Valutasikring

Posten Norge fører tap og gevinst grunnet valutakursendringer over utvidet resultat. Dermed påvirker ikke dette driftsresultatet, og vi foretar ingen justeringer.

Tvister

Konsernet ble ilagt en bot av ESA i 2010 på 102 MNOK i forbindelse med tidligere eksklusivitetsavtaler i avtalene om Post i butikk fra 2001-2006. Boten ble senere nedjustert til 83 MNOK. Posten Norge har hele tiden fastholdt at det ikke er grunnlag for erstatningskravet. I fjor inngikk partene et forlik. Detaljene rundt forliket er ikke offentlig tilgjengelig, men forliket påvirker ikke resultatregnskapene for perioden 2011-2015.

	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsresultat	956	632	641	844	239
Avskrivninger	696	719	750	790	788
Nedskrivninger	173	199	245	282	385
Ujustert EBITDA	1825	1550	1636	1916	1412
<i>Justeringer</i>					
Resultat TS og FKV	98	81	22	-126	-245
Rentekostnad og avkastning pensjonsmidler	0	0	0	0	0
Estimatavvik pensjonsforpliktelser	0	0	0	0	0
Restrukturering	-97	255	-72	-99	4
Netto gevinst salg av anleggsmidler	-10	-11	1	-71	-8
Andre inntekter/kostnader	0	0	167	0	190
FoU	0	0	0	0	0
Leasing	1373	1425	1421	1265	1302
Valutasikring	0	0	0	0	0
Tvister	0	0	0	0	
Sum justeringer	1364	1750	1539	969	1243
Normalisert EBITDA	3189	3300	3175	2885	2655

Figur 17: Normalisert EBITDA, egenkomponert

5.4. Normalinvesteringer

Posten Norge har en relativt stabil vekst. Selskapet er todelt med et postsegment i nedgang og et logistikksegment i vekst. Samlet har selskapet hatt en årlig vekst i omsetning på 2,2 % årlig. Dersom en tar hensyn til at deler av veksten vil være inflasjon er veksten tilnærmet null, og selskapet vil kategoriseres som et modent selskap på livssyklusen. For å opprettholde driften er det nødvendig med vedlikeholdsinvesteringer.

Figur 18 viser netto investering hvor investering tilknyttet oppkjøp er holdt utenfor.

Selskapet er for tiden inne i en omstillingsprosess som krever høye investeringer. Blant annet bygges det flere nye terminaler som skal gjøre selskapet bedre i stand til å takle nedgangen i brevvolum. Dette forklarer hvorfor vi ser en markant stigning i investering i prosent av omsetning mellom 2012 og 2013. Investeringene var unormalt høye i 2008, fordi Posten Norge lanserte varemerket Bring. Deler av denne investeringen kategoriseres dermed som en engangspost. Slike engangsposter vil dukke opp med jevne mellomrom, og følgelig er de inkludert i beregningen av gjennomsnittlig normalinvestering i prosent av omsetning. For Posten Norge ligger årlig investering på ca. 4 % av omsetningen, mens Postnord og Posti

investerer ca. 3 % av omsetningene sine. Posten Norge har dermed et litt høyere investeringsnivå enn de nærmeste konkurrentene. Vi forventer at Posten Norge vil fortsette å ha et høyt investeringsnivå i 2016-2018 grunnet terminalutbyggingen, og at investeringsbehovet deretter vil falle til 3,5 % av omsetningen. Slik vil investeringsnivået til Posten Norge konvergeres mot konkurrentenes investeringsnivå. Hovedårsaken til at vi forventer at investeringsnivået vil reduseres er at Posten planlegger å slå sammen A- og B-post (Posten.no, 2016). I den forbindelse skal det legges ned en rekke terminaler, og det vil være behov for færre sorteringsmaskiner.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto investering	1183	76	525	909	1190	1487	1905	1082	435	342	569	1082	1037	1092
% av omsetning	8 %	0 %	3 %	5 %	5 %	5 %	8 %	5 %	2 %	1 %	2 %	5 %	4 %	4 %

Figur 18: Normalinvesteringer, egenkomponert

5.5. Arbeidskapital

Et selskap trenger kapital for å opprettholde drift, og denne kapitalen kalles for arbeidskapital. Arbeidskapitalen er bundet opp i bedriften, og påvirker bedriftens likviditet. En reduksjon av arbeidskapitalen vil frigjøre likviditet og ha positiv effekt på kontantstrømmen. Motsatt vil en økning i arbeidskapitalen binde opp mer likviditet i driften og kontantstrømmen vil reduseres. I en fundamental verdsettelse hvor vi estimerer kontantstrømmer, er det dermed endringen i arbeidskapital som er av betydning.

Arbeidskapitalen for Posten Norge beregnes på følgende måte:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftslikviditet	1607	1645	1642	1687	1747	1795
+ Rentefrie kortsiktede fordringer	3288	3435	3459	3657	4058	4278
+ Varebeholdning	27	32	34	28	24	24
- Rentefrie kortsiktige gjeld	5172	4862	4524	4627	4951	5520
- Betalbar skatt	131	467	358	249	189	158
= Arbeidskapital	-381	-217	253	496	689	419
Endring i arbeidskapital	-	164	469	243	194	-270

Figur 19: Arbeidskapital, egenkomponert

Verdiene er hentet fra balansen. Likvide midler består av overskuddslikviditet og driftslikviditet. Nivået på driftslikviditeten er beregnet i kapittel 5.2.1. om likvide midler.

Nivået på arbeidskapitalen vil være avhengig av omsetningen. Dersom vi ser arbeidskapital i prosent av omsetning, er gjennomsnittlig binding i arbeidskapital ca. 1 % av omsetningen. Det er dette nivået på arbeidskapital vi vil ta utgangspunkt i den videre analysen.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Arbeidskapital	-381	-217	253	496	689	419	
% av omsetning	-2 %	-1 %	1 %	2 %	3 %	2 %	1 %

Figur 20: Arbeidskapital i prosent av omsetning, egenkomponert

5.6. Effektiv skatt

I våre beregninger vil skattegrunnlaget være normalisert EBITDA fratrukket normalinvesteringer. Endring i arbeidskapital er ikke skattepliktig. På grunn av ulike regler for inntekts- og kostnadsføring, vil bedrifter ha ulikt resultat i resultat- og skatteregnskapet. Forskjellen mellom resultat- og skatteresultatet er grunnet permanente og midlertidige forskjeller. Fremførbart underskudd kan også være med å redusere hva selskapet betaler i skatt, men denne effekten behandles separat. Effekten av de permanente forskjellene vil være liten, og følgelig vil vi se bort i fra denne. Midlertidige forskjeller skyldes ulikt tidspunkt for når en inntekt/kostnad er skattepliktig/fradragsberettiget, og det er årsaken til hvorfor den effektive skatten, dvs. det en faktisk betaler i skatt, er ulik den nominelle skatten.

Ideelt sett burde en derfor budsjettere de faktiske skattebetalingene for hvert år, men dette er svært vanskelig og tidkrevende. Vi har i stedet valgt å ta utgangspunkt i den nominelle selskapsskatten, og justerer den for noen tommelfingerregler. Dette er en metode som ofte blir brukt i praksis og anbefales av Finn Kinserdal. Metoden er særlig nyttig dersom det er snakk om selskaper der det er små forskjeller mellom regnskaps- og skattemessige resultater, noe Posten Norge trolig er.

Posten Norge har drift i flere land med forskjellige skattesatser på selskapsskatten. Dette får betydning for den effektive skattesatsen. Vi har valgt å ta utgangspunkt i det norske skattenivået. En nærmere diskusjon rundt temaet finnes i kapittel 8.3.2. Den nominelle selskapsskatten er dermed 25 %, 24 % og 23 % i henholdsvis 2016, 2017 og 2018.

Tommelfingerreglene som presenteres av Kinserdal, justerer for vekst og investeringsnivå, gitt at nominell skattesats er 25 %.

	Effektiv skattesats
Lav vekst og lave investeringer	0,27-0,30
Ingen vekst og normale investeringer	0,25
Moderat vekst og normale investering	0,22
Moderat vekst og høye investeringer	0,15-0,20
Høy vekst og normale investeringer	0,15-0,20

Figur 21: Effektiv skattesats, Kinserdal

Posten Norge har negativ volumvekst innen postsegmentet og positiv volumvekst innenfor logistikk. I gjennomsnittsnitt har den årlige veksten i inntekter vært 2,2 % i perioden 2011-2015. Kostnadene har økt i samme periode, slik at normalisert EBITDA har hatt en årlig reduksjon på 2,8 %. Veksten er dermed lav, og trekker i retning av en høy effektiv skattesats.

Posten Norge er et tjenesteytende selskap. Slike selskap har et generelt lavt investeringsnivå, ettersom de er arbeidsintensive. Posten Norge er mer kapitalintensiv enn for eksempel et konsulentbyrå, men mindre kapitalintensiv enn en vanlig produksjonsbedrift. Investeringer som er nødvendig for Posten Norge sin drift, er blant annet store sorteringsterminaler og bilparker, samt investering i IT. Vi kategoriserer derfor Posten Norge som et selskap med et lavt til normalt investeringsnivå. Dette taler for en høy effektiv skattesats.

Samlet sett vil Posten Norge ha en relativt høy effektiv skattesats. Dersom vi går ut fra at den nominelle skattesatsen vil være 25 %, 24 % og 23 % i henholdsvis 2016, 2017 og 2018, vil den tilhørende effektive skattesatsen være ca. 27 %, 26 % og 25 %.

6. Regnskapsanalyse

6.1. Innledning

Normalisert EBITDA for perioden 2011-2015 viser en trend. For å kunne si noe om utviklingen er god eller dårlig, har vi sammenlignet normaliserte regnskapstall for Posten Norge med tall fra PostNord og Posti. Normaliserte regnskapstall for PostNord og Posti er lagt ved som vedlegg. For PostNord har vi brukt regnskapstall fra samme periode som for Posten Norge, mens Posti kun hadde sammenlignbare regnskapstall for perioden 2013-2015.

Derfor har vi i beregning av gjennomsnittlig vekst for konkurrentene vektlagt PostNord sin trend med 2/3 og Posti sin trend med 1/3.

6.2. Trender

	Normalisert historisk EBITDA										Posten Norge		Konkurrenter	
	2011 %		2012 %		2013 %		2014 %		2015 %		Årlig vekst	Trend	Årlig vekst	Trend
Post	9745	42 %	9546	42 %	9613	41 %	9371	38 %	9277	37 %	-1,2 %	↘	-9,1 %	↘
Logistikk	13235	58 %	13378	58 %	13944	59 %	15028	62 %	15795	63 %	4,5 %	↗	13,9 %	↗
Annet	0	0 %	0	0 %	0	0 %	5	0 %	2	0 %	0,0 %	↔	-7,8 %	↘
Sum inntekter	22981	100 %	22928	100 %	23557	100 %	24404	100 %	25074	100 %	2,2 %	↗	-2,9 %	↘
Vare- tjenestekostnader	8281	36 %	8142	36 %	8212	35 %	9174	38 %	9927	40 %	4,8 %	↗	0,9 %	↔
Lønn og personalkostnader	9078	40 %	9237	40 %	9631	41 %	9600	39 %	9859	39 %	2,1 %	↗	-3,9 %	↘
Andre driftskostnader	2606	11 %	2043	9 %	2490	11 %	2812	12 %	2516	10 %	0,7 %	↔	-3,9 %	↘
Andre (inntekter) og kostnader	20	0 %	366	2 %	51	0 %	-66	0 %	117	0 %	-	-	-	-
Sum kostnader	19985	87 %	19788	86 %	20384	87 %	21520	88 %	22419	89 %	2,9 %	↗	-2,9 %	↘
Normalisert EBITDA	2996	13 %	3140	14 %	3173	13 %	2884	12 %	2655	11 %	-2,8 %	↘	-3,6 %	↘

Figur 22: Historiske trender, egenkomponert

6.2.1. Inntekter

Posten Norges totale inntekter har i snitt økt med 2,2 % årlig. De totale inntektene kan deles inn i segmentene post og logistikk. Innen postsegmentet har de gjennomsnittlige inntektene blitt redusert med 1,2 % årlig, mens logistikksegmentet har opplevd en vekst i de årlige inntektene på 4,5 %. En følge av dette er naturligvis at logistikksegmentets andel av de totale inntektene har økt i perioden. I 2011 stod postsegmentet for 42 % av de totale inntektene, mens logistikk utgjorde 58 %. I 2015 utgjorde postsegmentet 37 % mens logistikksegmentet nå er på 63 %.

Reduksjonen i inntektene til postsegmentet skyldes hovedsakelig nedgangen i brevvolum. Bruken av mobiltelefon, e-post og sosiale medier har vært med på å bidra til denne trenden, og dette vil fortsette fremover også. En faktor som kan være med å bremse fallet er mengden småpakker i postkassen. Det er estimert at brevvolumet vil falle med ca. 7 % årlig. Ettersom postinntektene kun har falt med 1,2 %, antas det at dette skyldes en økning i prisnivået. Veksten i inntektene innen logistikksegmentet skyldes hovedsakelig e-handel. E-handel blir stadig mer global. I et globalt perspektiv blir Norden ofte sett på som et marked, og derfor er aktører som opererer i flere land mer attraktive enn de som kun opererer i et land (Posten Norge, 2016, s.29.). Det siste året har divisjonen Logistikk Norge opplevd utfordringer knyttet til nedgangen i oljesektoren, noe som har gjort at logistikkinntektene har vært svakere

enn forventet. Det har også ført til at veksten i logistikkinntekter har vært betydelig lavere enn konkurrentenes vekst. Logistikkmarkedet er dessuten preget av hard konkurranse, slik at veksten i inntektene i sin helhet skyldes en økning i samlet volum.

Når det gjelder konkurrentene PostNord og Posti ser en at også deres inntekter innen post minker med 9,1 % årlig, mens inntektene innen logistikk øker med 13,9 % årlig. Likevel er de totale inntektene til konkurrentene redusert med 2,9 %, ettersom postinntekter er større enn logistikkinntektene for både PostNord og Posti. Konkurrentenes vekst i logistikkinntekter på 13,9 %, tilsier at de vokser omtrent i takt med markedet.

6.2.2. Kostnader

Posten Norge har historiske vare- og tjenestekostnader som i gjennomsnitt utgjør 37 % av omsetningene, men trenden har vært en økning på 4,8 %. I 2015 utgjorde vare- og tjenestekostnader 40 % av omsetningen. Konkurrentene har en langt lavere vare- og tjenestekostnad på kun 25 % av omsetningene. Det kan være flere grunner til hvorfor Posten Norge har så høye vare- og tjenestekostnader. Blant annet er Norge et langstrakt land, som gjør det vanskelig å levere post effektivt. Dette er imidlertid også tilfellet for Finland og delvis Sverige. Posten Norge opererer i dag med A- og B-post som setter krav til hvor lang tid Posten har på å levere brev. Disse kravene gjør at Posten Norge må benytte fly som transportmiddel i stedet for bil, noe som øker kostnadene. Særlig i Sverige og Danmark er veinettet bedre, slik at de i større grad kan bruke biler og tog fremfor fly.

Lønnskostnadene til Posten Norge har historisk ligget på ca. 40 % av omsetningene, men Posten Norge reduserte kostnadene i 2015, og de ligger nå på 39 % av omsetningen. PostNords lønnskostnader lå i 2015 på 45 % av omsetningene mens tilsvarende tall for Posti var 46 %. Ut fra dette kan det se ut til at Posten Norge driver mer effektivt enn sine konkurrenter. Dersom en ser på lønnskostnad per ansatt kan en se at den har økt for alle de tre selskapene, noe som reflekterer en gjennomsnittlig lønnsvekst for ansatte. Her kan det forekomme forskjeller ut fra hvordan selskapene rapporterer ansatte. Alle oppgir antall ansatte, men det er mulig at for et selskap kan ansatt bety årsverk, mens for et annet kan det være reelt antall ansatte. Likevel kan en se at Posten Norge har høyere lønnskostnad per ansatt. Til tross for at selskapene har ansatte i ulike deler av Norden, vil de ha flest ansatte i selskapets hjemland. Dermed kan Posten Norges høyere lønnskostnad per ansatt reflektere at

Norge har noe høyere lønnskostnader enn resten av Norden. Når en ser på omsetning per ansatt ser man en positiv utvikling for Posten Norge og PostNord, mens Posti opplever en liten nedgang fra 2014 til 2015. Videre er det klart at Posten Norge har betydelig høyere omsetning per ansatt, og dette kan være med på å forklare hvorfor Posten Norge har lavere lønnskostnader som en andel av omsetningen. Bakgrunnen for dette kan være at Posten Norge har håndtert omstillingene som bransjen opplever på en bedre måte.

Når det gjelder andre driftskostnader har Posten Norges kostnader ligget på ca. 10 % av omsetningen, mens konkurrentene har hatt en kostnad på 18 % av omsetningen. I tillegg har Posten hatt andre kostnader som i gjennomsnitt utgjør 0,42 % av omsetningen.

6.2.3. EBITDA-margin

Posten Norges EBITDA reduseres i perioden med 2,8 % årlig. Dermed synker marginene. Årsaken til dette er at kostnadene vokser raskere enn inntektene. Bakgrunnen for dette kan som nevnt være at Posten Norge innen logistikk ikke har optimal kostnadskontroll, samt at inntektene reduseres innen postsegmentet. Til tross for vekst innen logistikkmarkedet, kan det tenkes at den sterke konkurransen i segmentet kan legge et press på inntektssiden som da påvirker EBITDA. Når det gjelder konkurrentene ser en at deres EBITDA er redusert med 3,6 %. Her er både kostnadene og inntektene redusert med 2,9 %, men i absolutte tall er inntektene redusert mer enn kostnadene slik at marginene reduseres også her.

7. Fremtidsprognoser

7.1. Innledning

For å kunne verdsette Posten Norge lager vi en fremtidsprognose for inntekter og kostnader, inkludert fremtidig investering, endring i arbeidskapital og effektiv skatt i perioden, og diskonterer denne kontantstrømmen. Kontantstrømmen vi diskonterer er forventet kontantstrøm, og er et veid gjennomsnitt av alle mulige scenarier. For å forenkle oppgaven, nøyer vi oss med å utvikle tre ulike scenarier; base case -, worst case - og best case scenario. I tillegg utarbeides en terminalverdi i slutten av prognoseperiodene. Terminalverdien utarbeides ved hjelp av en evighetsformel, noe som innebærer at selskapet må ha nådd steady state når denne verdien skal finnes. "Steady state" innebærer at selskapet vil ha en konstant vekst

herfra. Det første som bør gjøres er å fastsette lengden på prognoseperiodene, og den må være lang nok til at en vil nå steady state. Det anbefales gjerne å bruke en prognoseperiode på 10-15 år. Dette er utfordrende med tanke på prognosens nøyaktighet. Derfor kan en gjerne ha fokus på de viktigste verdidriverne for selskapet når prognosene utarbeides. Dersom en bruker en kort prognoseperiode, vil dette kunne føre til en undervurdering av selskapets verdi (Koller mfl 2015, s.230). Vi velger å bruke en prognoseperiode på 11 år.

Vi velger å ta utgangspunkt i de viktigste verdidriverne, og vi antar at disse vil være viktig i fremtiden også. En av de viktigste driverne for Posten Norges inntekter er veksten i post- og logistikkmarkedene, samt konkurransen mellom de ulike aktørene. Posten Norge er et modent selskap som driver med aktiviteter som er i ulike faser og som derfor trolig vil ha forskjellig utvikling fremover. Dermed skiller vi mellom segmentene post og logistikk. En utfordring er at en ikke vet hvor stor markedsandel Posten Norge har i dag. Dette skyldes at det finnes ulike definisjoner om hva som inngår i logistikksegmentene, og at ulike aktører opererer med ulike tall når de beskriver hvor stort markedet er.

7.2. Scenarier

Den strategiske analysen viser at det er lite sannsynlig at det vil komme en ny aktør inn i det norske postmarkedet. Dette er fordi etterspørselen av posttjenester synker, grunnet hard konkurranse fra substitutter som e-post og tekstmeldinger. I tillegg fører stor utflytting fra distriktene til at flere områder er ulønnsomme å betjene, og det å være en landsdekkende postleverandør er lite attraktivt. Videre skaper merkeloyalitet og stordriftsfordeler en inngangsbarriere som gjør det vanskelig for en aktør å etablere seg. Alt i alt kan postmarkedet kategoriseres som et naturlig monopol, ettersom det kun er plass til en aktør. Erfaringer fra liberaliseringen av postmarkedet i resten av Norden støtter denne påstanden. Base case scenariet tar derfor utgangspunkt i at postmarkedet i stor grad vil fortsette som før, til tross for innføringen av det tredje postdirektiv. Når det gjelder logistikkmarkedet, viser den strategiske analysen at markedet er i kraftig vekst. Hovedårsaken til den kraftige veksten i etterspørselen etter logistikkjenester er økt bruk av netthandel. Teknologisk utvikling har påvirket sosiokulturelle forhold, og dette har ført til en substitusjon vekk fra handel i fysiske butikker over til netthandel. I den strategiske analysen ble konkurransen i logistikkmarkedet kategorisert som hard. Posten Norge har mistet markedsandeler det siste året, men nye

samarbeidsavtaler vil gjøre Posten Norge til en sterkere konkurrent. I base case scenariet antas det derfor at Posten Norge vil vokse sammen med markedet i de kommende årene.

Selv om sannsynligheten er liten er det fortsatt mulig at Posten Norge vil få konkurranse i leveringspliktige tjenester, og dette vil ha stor betydning for forventet kontantstrøm. Derfor har vi også utviklet et worst case scenario, hvor en etablert aktør i det europeiske eller nordiske postmarkedet, også legger inn anbud på leveringspliktige tjenester. I denne situasjonen vil konkurransen føre til at prisene på brevsendinger går ned, og følgelig vil inntektene fra postsegmentet være betydelig lavere enn i base case scenariet. Som nevnt har Posten Norge mistet markedsandeler i logistikkmarkedet. Det er uvisst hvorfor dette har skjedd, men det antas at Posten Norge ikke har vært en stor nok aktør på verdensmarkedet. Posten Norges konkurransefortrinn er stort sett midlertidig, særlig utenfor Norge. Dermed er det mulig at konkurransen er litt for hard for Posten Norge, slik at selskapet vil fortsette å miste markedsandeler. Dette er worst case scenariet for Posten Norge, og det legges inn lavere vekst i logistikkinntektene enn i base case scenariet.

Til slutt har vi også utviklet et best case scenario. Her fortsetter vi med antagelsen fra base case scenariet om at det ikke vil komme inn en ny leverandør i markedet. I tillegg har vi lagt inn i beregningene at Posten Norge forstår at det ikke er attraktivt for en konkurrent å etablere seg, og at Posten Norge dermed øker prisene sine ytterligere sammenlignet med base case scenariet. Dette skjedde blant annet i Sverige etter liberaliseringen av postmarkedet. Dermed legges det inn et lavere fall i postinntektene sammenlignet med base case scenariet. Når det gjelder logistikkmarkedet antas det her at den nye samarbeidsavtalen med DHL og Posti vil gjøre at Posten Norge vil holde tritt med markedet, mens det enda er i vekst. Videre antar vi at Posten Norge vil kunne ta markedsandeler fra konkurrentene når veksten begynner å avta. Årsaken til hvorfor vi tror det er mulig for Posten Norge å ta markedsandeler fra konkurrentene, er fordi Norden er et vanskelig marked å operere i. Erfaringene til Danzas og ASG viser at nordiske selskaper foretrekker nordiske leverandører som har spesialkunnskap om nordiske forhold.

7.2.1. Base case scenario

Base case scenariet er det scenariet vi har mest tro på. Under følger en detaljert fremstilling av forventede inntekter og kostnader.

Inntekter i postsegmentet

Postsegmentet opplevde en tiltakende økning i nedgangen i brevvolumet i 2015, noe som blant annet skyldes at det offentlige har gått over til digital kommunikasjon med innbyggerne. Mengden brev ble redusert med 6,4 % i Norge i 2015 (Posten Norge 2016, s.34). Vi forutsetter at nedgangen i brevvolum vil fortsette, da det ikke er noe som tyder på at utviklingen i kommunikasjon gjennom teknologi skal snu. Videre velger vi å legge til grunn Postens egne prognoser om videre fall i brevvolumet på 7 % frem mot 2020. Fall i brevvolum er hovedårsaken til reduksjonen i brevinntekter. Men inntektene faller ikke like raskt som brevvolumet, grunnet prisøkning. Videre forutsetter vi at Posten vil slå sammen A- og B-post, slik at brevinntektene reduseres ytterligere. En faktor som har bidratt til å dempe fallet i inntektene i postsegmentet er økningen av småpakker som får plass i postkassen. Dette henger sammen med e-handel som ser ut til å øke fremover, og dermed antar vi at småpakkene vil kunne fortsette å bremse inntektsfallet noe.

Konkurransen i postsegmentet vil kunne bli hardere i byene hvor det er et visst volum. Posten Norges konsesjon på brev under 50g vil også snart utløpe, og det åpner opp for nye aktører. Samtidig er markedet i fall, noe som ikke gjør det attraktivt for nye aktører å etablere seg. Siden Posten Norge har hatt enerett på brev under 50g frem til 2016, i tillegg til å være den dominerende aktøren i det norske postmarkedet, finner vi det lite sannsynlig at konkurransen vil bli hard her.

Inntektene fra brev vil trolig fortsette å falle relativt raskt de første årene som en konsekvens av at større deler av det offentlige nå vil benytte seg av digitale løsninger. Deretter vil reduksjonen flate noe ut. Vekst i småpakker vil øke i takt med e-handelen som en forventer vil øke relativt mye for deretter å flate ut når en nærmer seg steady state. Dermed vil disse fortsette å bremse inntektsfallet. Det antas dermed at fallet i brevvolum delvis motvirker økningen i småpakker, slik at det legges til grunn en årlig reduksjon på inntekter fra postsegmentet på 2-3 %.

Inntekter logistikksegmentet

Den viktigste faktoren for vekst i logistikkmarkedet er e-handel. Forbrukere i Norden brukte 151,4 milliarder NOK på netthandel i 2015, noe som tilsvarer en vekst på omkring 15 % fra

året før (Postnord.no, u.å.). Det finnes ulike faktorer som påvirker veksten, deriblant økonomien, teknologi og forbruksmønstre.

For det første er økonomien i Norden av betydning. Norge er preget av oljeprisfallet, og dette gav lavere resultat for Posten Norge enn ventet (Posten Norge 2016, s.33). Oljeprisfallet har ført til økt arbeidsledighet i Norge, noe som kan gi lavere konsum og dermed påvirke e-handelen negativt. Svekkelsen av den norske kronen kan imidlertid ha bidratt til å dempe arbeidsledigheten noe. Årsaken til dette er at svekkelsen av kronen gir norsk eksportindustri et løft ved at det blir billigere for utenlandske selskaper å kjøpe norske varer. Dette vil kunne gi økt sysselsetting, og dermed dempe arbeidsledigheten. Det er usikkert hvor lenge den norske økonomien vil være preget av oljenedturen. Ut fra den strategiske analysen forventer vi at veksten i BNP vil snu allerede i 2016. Dette er fordi det forventes at verdenshandelen vil øke, noe som gagnar norsk eksportindustri, deriblant lakseoppdrett. Veksten i slike næringer vil sørge for at oljeprisfallet blir av mindre betydning. Når det gjelder de andre nordiske landene er de mindre preget av oljeprisfallet, og dette reflekteres ved at Posten Norge opplevde vekst i den nordiske virksomheten. Den svenske økonomien opplevde en sterk vekst i 2015, noe som økte husholdningenes konsum (Takla, 2015).

En viktig faktor for Nordens økonomi er renten. Hele det nordiske markedet er i dag preget av lave renter, og husholdningene i alle de nordiske landene er samlet sett netto låntakere (Reiakvam og Solheim, 2013, s.6). Dermed vil lavere rente som nevnt i den strategiske analysen, gi høyere disponibel inntekt som vil øke konsum og investering. Dette er positivt for e-handelen. De lave rentene vil trolig forbli lave en god stund fremover. Fordi husholdningene vil fortsette å være netto låntakere, vil også den disponible inntekten holdes jevn.

Videre er forbruksmønsteret viktig for e-handelen. Som nevnt i PESTEL-analysen vil teknologiske nyvinninger i form av bedre nettsider og betalingsløsninger kunne bidra til økt e-handel. Sosiokulturelle faktorer knyttet til hvem som benytter seg av e-handel vil også være av betydning. Analysen antyder at flere vil benytte seg av e-handel i fremtiden, og at dette i hovedsak skyldes at den oppvoksende generasjon mestrer teknologiske nyvinninger. I tillegg vil opplæring kunne føre til at flere ikke-brukere og svake brukere vil kunne benytte seg av e-handel. Ut fra dette kan en fastslå at e-handel har potensial til å vokse raskere enn resten av økonomien, siden flere trolig vil substituere bort noe handel i fysiske butikker mot e-handel.

Konkurransen i logistikksegmentet er tidligere beskrevet som sterk, og bransjen er preget av oppkjøp. Veksten i e-handel i det nordiske markedet var som nevnt på 15 % i 2015. Posten Norge opplevde på sin side en volumvekst innen e-handel på 6,3 % i 2015 (Posten Norge, 2016, s. 42). Vi forutsetter at vekst i volum vil gi tilsvarende vekst i inntekter. Dette fordi vi antar at det er knyttet en viss inntekt til å frakte en pakke. Ut fra dette ser en at veksten i markedet er høyere enn Posten Norges vekst, og dermed taper selskapet markedsandeler i forhold til konkurrentene. Posten Norge møter konkurransen ved å investere i nye fellesterminaler i Norge for å integrere og industrialisere produksjonen. I Sverige samordnes også nettverk og produksjon (Posten Norge, 2016, s 42). De nye fellesterminalene i Tromsø og Sandnes skal stå ferdig i 2017. Vi tror at konkurransen i logistikkmarkedet vil fortsette med samme styrke, og at Posten Norge gjennom sine satsninger vil holde tritt med denne. Videre vil det mest sannsynlig bli enda hardere konkurranse innen logistikkmarkedet etter hvert som veksten i e-handel avtar. Dette er fordi aktørene vil se seg nødt til å ta markedsandeler fra konkurrentene, for å kunne opprettholde en høy vekst.

Vi konkluderer med at e-handel vil fortsette å vokse fremover med bakgrunn i både økonomiske, teknologiske og sosiokulturelle forhold. De økonomiske forholdene kan gi økt kjøpekraft, mens de andre nevnte forholdene vil forsterke skiftet i hvordan forbrukerne handler varer. Dermed vil e-handel kunne oppleve høyere vekst enn resten av økonomien i en periode. Vi vil derfor legge inn en vekst i logistikkinntektene på 7 % i 2016, 10 % i 2017 og 2018, 11 % i 2019, 8 % i 2020 og 2021, 6 % i 2022 og 2023, 5 % i 2024, og 3 % i 2025 og 2026.

Kostnader

Posten Norge er i gang med en rekke tiltak for å redusere kostnadene sine. For å bedre håndtere overgangen fra post til logistikk, har Posten Norge startet utbyggingen av nye terminaler i Tromsø og Sandnes som skal kunne håndtere både post og logistikk. Dette vil gi lavere vare- og transportkostnader, og lavere lønnskostnader sammenlignet med å drive to separate terminaler. Terminalene skal stå ferdig i 2017. Det antas at kostnadsreduksjonen som følge av de nye terminalene, ikke realiseres før i 2018. Dette er fordi det er uvisst om terminalene faktisk vil stå ferdig i 2017, samt at det vil kunne ta tid å organisere driften av de nye terminalene på en kostnadseffektiv måte.

Posten Norge har også varslet at de ønsker å slå sammen A- og B-post. Dette vil føre til at Posten vil ha 2 dager på seg til å levere all post. Dermed vil Posten ha mulighet til å i større grad benytte bil fremfor fly som transportmiddel, noe som vil redusere vare- og transportkostnadene. I den forbindelse er det også varslet at Posten vil legge ned 7 sorteringsterminaler som følge av at det ikke lenger vil være behov for å sortere brevene. Færre terminaler vil føre til at brevene må transporteres over lengre strekninger, noe som vil øke transportkostnadene. Det antas likevel at den totale effekten vil være at samlet transportkostnad går ned. Videre antas det at nedleggelsen av terminalene vil foregå i 2017 og 2018 noe som vil resultere i at Posten Norge får en engangskostnad i forbindelse med nedleggelsen. Vi estimerer denne til å bli 100 MNOK i 2017 og 2018. Nedleggelsen av sorteringsterminalene vil også ha effekt på lønnskostnaden. Når terminalene legges ned vil det være behov for færre ansatte på terminalene, samtidig vil det også være behov for flere sjåførere. Dermed antar vi at disse to effektene motvirker hverandre, slik at totaleffekten blir at nedleggelsen i liten grad påvirker lønnskostnadene.

Den nye postloven har også effekt på kostnadene. Fra 2016 er det ikke lenger postlevering på lørdager. Dette gjør at lønnskostnadene og vare- og transportkostnadene reduseres. Effekten vil begynne i 2016, men den fulle effekten vil komme i 2017.

Som nevnt under inntekter for logistikksegmentet antar vi at konkurransen vil øke etter hvert som veksten i e-handel avtar. Dette vil ha konsekvenser for kostnadene. Vi antar at konkurransen vil øke i 2022. Da har veksten i logistikkinntekter falt til 6 % årlig, og vi antar at dette vil gjøre at konkurrentene begynner å planlegge hvordan de skal kunne opprettholde veksten. Høyere konkurranse vil føre til at kostnadene i prosent av inntekter vil øke, ettersom de vil konkurrere på pris.

Samlet sett har alle disse endringene effekt på vare, transport og lønnskostnadene til Posten Norge. I 2015 utgjorde vare- og transportkostnadene 40 % av omsetningen. Trenden har vært en jevn økning, grunnet lavere postvolum. Som følge av at postlevering på lørdager ble opphevet f.o.m. mars 2016, antar vi at veksten i vare- og transportkostnader vil stoppe opp. Vi forventer at vare- og transportkostnadene i 2016 vil utgjøre 40 % av omsetningen. Den fulle effekten av alle tiltakene vil komme i 2017 og 2018. Det antas derfor at vare- og

transportkostnadene vil utgjøre 39 % og 38 % i henholdsvis 2017 og 2018. I 2022 antar vi at vare- og transportkostnadene øker til 39 % av inntektene som følge av økt konkurranse.

Når det gjelder lønnskostnader antas det at disse utgjøre 39 %, 38,5 % og 38 % av omsetningen i henholdsvis 2016, 2017 og 2018. Videre antas det at veksten i lønninger speiler veksten i omsetning, slik at det ikke tas hensyn til inflasjon på andre måter. Lønnskostnadene antas derfor å utgjøre 38 % av omsetningene i perioden 2018-2022. Årsaken til at det ikke legges inn en reduksjon i 2016, er fordi oppsigelser tar tid å gjennomføre. Selv om det er varslet oppsigelser vil lønnsutbetalingene trolig fortsette til rundt slutten av 2016. I 2022 antar vi at lønnskostnadene i prosent av omsetningen vil øke til 39 % igjen som følge av økt konkurranse.

Med hensyn til andre driftskostnader antas det at disse ikke vil bli påvirket av de nye endringene, slik at de fremtidige driftskostnadene estimeres til 10 % av omsetningen som er det gjennomsnittlige nivået for Posten Norge.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Post	9277	9091	8910	8642	8383	8132	7888	7651	7421	7199	6983	6773
Logistikk	15795	16901	18591	20450	22699	24515	26476	28065	29749	31236	32173	33139
Sum inntekter	25072	25992	27500	29092	31082	32647	34364	35716	37170	38435	39156	39912
Vare- og tjenestekostnader	9927	10397	10725	11055	11811	12406	13058	13929	14496	14990	15271	15566
Lønn og personalkostnader	9859	10137	10588	11055	11811	12406	13058	13929	14496	14990	15271	15566
Andre driftskostnader	2516	2599	2750	2909	3108	3265	3436	3572	3717	3844	3916	3991
Andre (inntekter) og kostnader	117	109	116	122	131	137	144	150	156	161	164	168
Sum kostnader	22419	23242	24178	25141	26861	28213	29697	31580	32866	33984	34622	35290
Normalisert EBITDA	2653	2750	3322	3951	4221	4433	4667	4136	4304	4451	4534	4622
<i>EBITDA margin</i>	11 %	11 %	12 %	14 %	14 %	14 %	14 %	12 %	12 %	12 %	12 %	12 %
Normalinvesteringer	1092	1040	1100	1164	1088	1143	1203	1250	1301	1345	1370	1397
Engangsinvesteringer	0	0	100	100	0	0	0	0	0	0	0	0
Endring i AK	-270	530	15	16	20	16	17	14	15	13	7	8
Normalisert operativ cash flow før skatt	1831	1180	2107	2671	3113	3275	3447	2872	2989	3093	3157	3217
Effektiv skatt	421	462	552	672	783	823	866	721	751	776	791	806
Normalisert operativ cash flow etter skatt	1410	719	1555	1999	2330	2452	2581	2151	2238	2317	2366	2411

Figur 23: Fremtidsprognose for base case scenario, egenkomponert

7.2.2. Worst case scenario

Liberaliseringen av postmarkedet bringer med seg stor usikkerhet. Det er uvisst hvordan aktørene i postmarkedet vil reagere. Dersom en konkurrent etablerer seg som en direkte konkurrent til Posten Norge, og legger inn et tilbud på å være Norges landsdekkende postleverandører vil dette få sterke negative konsekvenser for Posten Norge. Denne aktøren vil da mest sannsynlig ikke bare konkurrere med Posten på brev under 50g. Aktøren vil også få et større fotfeste i resten av markedet, og da særlig markedet i storbyene der marginene er

gode. Dette ser vi på som et worst case scenario. Dersom det skulle inntreffe antar vi at Posten Norges inntekter fra postsegmentet vil synke med ca. 10 % årlig f.o.m. 2018, da vi forutsetter at den nye aktøren vil bruke litt tid på å etablere et posttilbud som dekker hele landet.

Når det gjelder inntektene fra logistikkmarkedet mistet Posten Norge markedsandeler i 2015. I base case scenariet så vi for oss at dette var en forbigående trend, men det er mulig at trenden vil fortsette. Nedgangen kan skyldes at Bring ikke er en stor nok aktør internasjonalt, og dermed ikke klarer å konkurrere ut de store internasjonale aktørene. Disse aktørene vil da sannsynligvis få et større fotfeste i fremtiden. Dersom dette er tilfellet ser vi for oss at veksten vil være 2 prosentpoeng lavere enn i base case scenariet.

Høy konkurranse i post- og logistikkmarkedet vil også påvirke kostnadene. Posten Norge vil kunne miste stordriftsfordeler som kommer med et høyt volum. Dermed er det mulig at effektiviseringstiltakene ikke vil få ønsket effekt, og at lønns,- vare- og transportkostnadene vil øke i prosent av omsetning. Større konkurranse vil i hovedsak påvirke volumet som skal leveres, men vil i mindre grad påvirke distansene for levering. Dermed vil en stor andel av lønns,- vare- og transportkostnadene i realiteten være faste kostnader som ikke er avhengig av omsetningen. Vi estimerer derfor at disse kostnadene vil øke i prosent av omsetningen. Videre estimerer vi at lønnskostnadene vil ligge 3 prosentpoeng over base case scenariet, og at vare- og transportkostnadene vil ligge 4 prosentpoeng over base case scenariet f.o.m. 2018.

Totalt vil en reduksjon i inntektene som er større enn reduksjonen i kostnadene føre til at marginene blir dårligere.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Post	9277	9091	8910	7930	7057	6281	5590	4975	4428	3941	3507	3122
Logistikk	15795	16585	17912	19344	21085	22351	23692	24639	25625	26394	26658	26658
Sum inntekter	25072	25676	26821	27274	28143	28632	29282	29614	30053	30334	30165	29779
Vare- og tjenestekostnader	9927	10270	10460	11455	11820	12025	12298	12734	12923	13044	12971	12805
Lønn og personalkostnader	9859	10014	10326	11182	11539	11739	12006	12438	12622	12740	12669	12507
Andre driftskostnader	2516	2568	2682	2727	2814	2863	2928	2961	3005	3033	3016	2978
Andre (inntekter) og kostnader	117	108	113	115	118	120	123	124	126	127	127	125
Sum kostnader	22419	22960	23581	25479	26291	26748	27355	28258	28676	28945	28783	28415
Normalisert EBITDA	2653	2717	3240	1795	1852	1884	1927	1356	1376	1389	1382	1364
<i>EBITDA margin</i>	11 %	11 %	12 %	7 %	7 %	7 %	7 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Normalinvesteringer	1092	1027	1073	1091	985	1002	1025	1037	1052	1062	1056	1042
Engangsinvesteringer	0	0	100	100	0	0	0	0	0	0	0	0
Endring i AK	-270	527	11	5	9	5	7	3	4	3	-2	-4
Normalisert operating cash flow før skatt	1831	1163	2056	599	858	877	895	317	320	325	327	325
Effektiv skatt	421	456	537	151	217	220	225	80	81	82	81	80
Normalisert operating cash flow etter skatt	1410	707	1518	448	641	657	670	237	239	243	246	245

Figur 24: Fremtidsprognose for worst case scenario, egenkomponent

7.2.3. Best case scenario

Brevvolumet synker kraftig, og postsegmentet er derfor ikke et attraktivt marked. Det kan argumenteres for at det finnes et naturlig monopol i postmarkedet, og at ingen nye aktører vil ønske å etablere seg som en konkurrent til Posten Norge. Brevvolumet synker med ca. 7 % årlig. Likevel viser trendanalysen vår at inntektene fra postsegmentet kun har falt med ca. 1 % årlig. Dette innebærer at prisene har økt. Statens ønske om å opprettholde et landsdekkende tilbud kan føre til at prisene øker mer dersom Posten er den eneste aktøren som legger inn et anbud. Dette var blant annet tilfellet i Sverige. Derfor har vi lagt inn i prognosene at inntektene vil fortsette å falle med 1 % årlig, til tross for fortsatt sterkt fallende volum.

Når det gjelder logistikkinntektene antar vi her at fallet i markedsandeler kun er midlertidig. Etter hvert som Posten Norge får tatt i bruk de nye post- og logistikkterminalene vil de bli mer effektive, og dermed mer konkurransedyktige. Videre har de inngått en samarbeidsavtale med DHL og Posti som vil gjøre Posten Norge bedre i stand til å distribuere pakker i hele Europa, og vil gjøre Bring til en mer attraktiv leverandør for internasjonal distribusjon. Dette vil være viktig ettersom en stor del av veksten i logistikkmarkedet kommer fra netthandel, og netthandel i stadig større grad foregår over landegrensene. Dette bidrar til at vi i dette scenariet antar at Bring vil øke veksten i logistikkmarkedet, og ha lik vekst som markedet allerede i 2018. Deretter antar vi at Bring vil ta markedsandeler fra konkurrentene. Vi antar at dette fører til at inntektene vil vokse med 2 prosentpoeng mer enn i base case scenariet frem til og med 2019 og 1 prosentpoeng mer deretter.

I dette best case scenariet har vi antatt at brevvolumet vil falle, og at logistikkvolumet vil øke. Økningen i logistikkvolumet vil være større enn fallet i brevvolum. Samlet volum vil derfor øke. Økt volum gir økte kostnader, men en stor del av lønns-, vare- og transportkostnader er uavhengig av volum. Dermed antar vi at lønnskostnadene i prosent av omsetningen vil ligge 1-2 prosentpoeng under base case scenariet. Videre antar vi at vare- og transportkostnadene vil ligge 2-3 prosentpoeng under base case scenariet.

Totalt vil en økning i samlet inntekt for post- og logistikksegmentene som er større en økningen i tilhørende kostnader, føre til bedre marginer.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Post	9277	9184	9092	8911	8732	8558	8387	8219	8054	7893	7735	7581
Logistikk	15795	15795	17690	19813	22389	22389	22389	23956	25633	27171	28258	29106
Sum inntekter	25072	24979	26783	28724	31121	30947	30775	32175	33688	35064	35993	36686
Vare- og tjenestekostnader	9927	9492	9642	10053	10892	10831	10771	11583	12128	12623	12958	13207
Lønn og personalkostnader	9859	9492	9776	10341	11204	11141	11079	11905	12464	12974	13318	13574
Andre driftskostnader	2516	2498	2678	2872	3112	3095	3078	3217	3369	3506	3599	3669
Andre (inntekter) og kostnader	117	105	112	121	131	130	129	135	141	147	151	154
Sum kostnader	22419	21587	22208	23387	25339	25197	25057	26840	28102	29251	30026	30604
Normalisert EBITDA	2653	3392	4575	5337	5782	5750	5718	5335	5585	5814	5968	6083
<i>EBITDA margin</i>	11 %	14 %	17 %	19 %	19 %	19 %	19 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %
Normalinvesteringer	1092	999	1071	1149	1089	1083	1077	1126	1179	1227	1260	1284
Engangsinvesteringer	0	0	100	100	0	0	0	0	0	0	0	0
Endring i AK	-270	520	18	19	24	-2	-2	14	15	14	9	7
Normalisert operating cash flow før skatt	1831	1873	3385	4069	4669	4669	4643	4194	4391	4573	4699	4792
Effektiv skatt	421	646	885	1022	1173	1167	1160	1052	1102	1147	1177	1200
Normalisert operating cash flow etter skatt	1410	1227	2500	3047	3496	3502	3482	3142	3290	3426	3522	3592

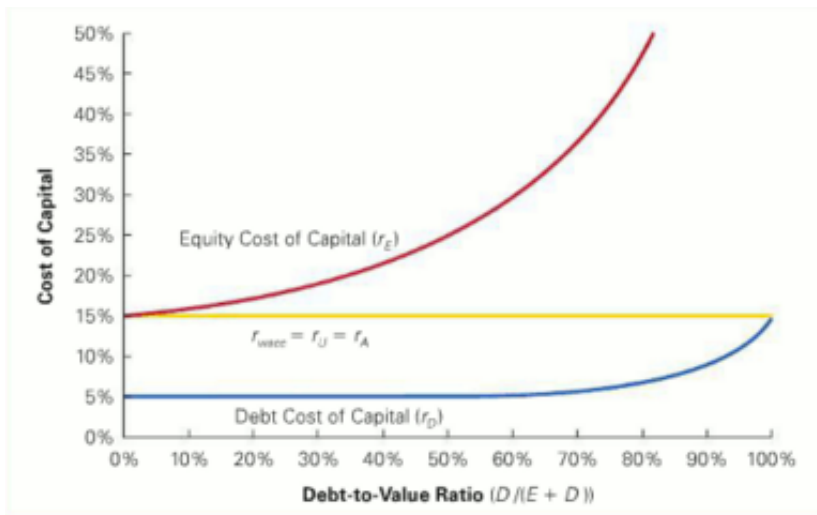
Figur 25: Fremtidsprognose for best case scenario, egenkomponert

8. Avkastningskrav

8.1. Innledning

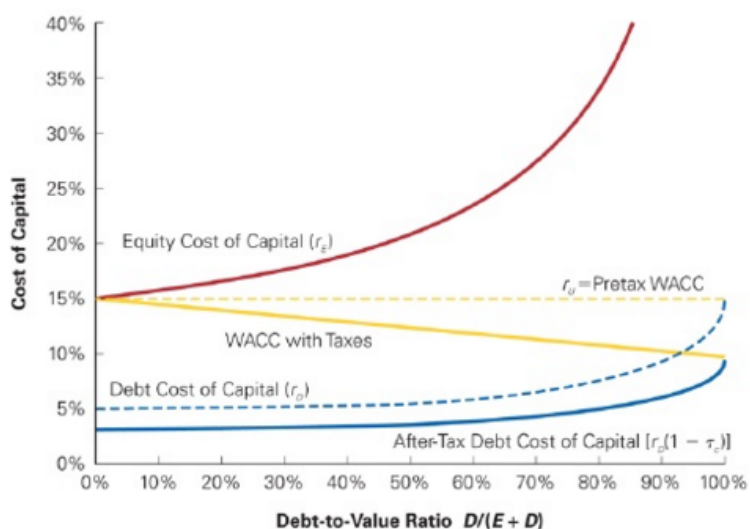
Metoden fundamental verdsettelse innebærer å finne nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. For å kunne finne nåverdien må vi diskontere med et avkastningskrav. Den fremtidige kontantstrømmen omhandler hva driften vil kunne skape av verdier, og det er ikke foretatt et skille av hvordan driften finansieres. Kontantstrømmene som vi har estimert skal derfor dekke både egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden. Dermed trenger vi et avkastningskrav til totalkapitalen, og vi velger å ta i bruk WACC. Ved å bruke WACC som avkastningskrav har vi et avkastningskrav som er stabilt før skatt selv når gjeldsgraden varierer³. Dette er fordi WACC er et veid gjennomsnitt av kreditorenes og eiernes avkastningskrav. Kreditorene og eierne har ulike avkastningskrav, fordi de står ovenfor ulik risiko. Eierne får kun avkastning på sin investering dersom årsresultatet er positivt, dvs. dersom det er midler igjen etter at kreditorene har fått betalt. Følgelig har de et høyere avkastningskrav enn kreditorene. Dersom gjeldsgraden øker vil avkastningskravet til både eierne og kreditorene øke, fordi det er større sannsynlighet for konkurs. Egenkapitalkostnaden vil øke mer enn gjeldskostnaden. Totalkapitalkostnaden endres derfor ikke.

³ jfr. Miller-Modigliani teoremet



Figur 26: WACC uten skatt, Berk og DeMarzo (2014) s. 490

Kontantstrømmene vi estimerer er etter skatt, og følgelig trenger vi også et avkastningskrav som er etter skatt. WACC etter skatt er ikke konstant ved variasjon i gjeldsgraden. Dette er fordi rentekostnaden er fradragsberettiget, og følgelig reduseres skattekostnaden. Dermed er gjeldskostnaden etter skatt lavere enn gjeldskostnaden før skatt, og denne effekten kalles for ”debt tax shield”. Størrelsen på skattefradraget øker ved økt gjeldsgrad, og dette er årsaken til hvorfor WACC etter skatt ikke lenger er konstant. For å gjøre beregningene enklere vil vi derfor anta at selskapet endrer gjelden over tid, slik at selskapet vil ha en konstant gjeldsgrad. Dette er en sterk forutsetning, men en undersøkelse gjennomført av Graham og Harvey viser at 81 % av selskapene i undersøkelsen hadde et bestemt mål for sin gjeldsgrad (2001). Dermed vil en konstant gjeldsgrad ikke være så urealistisk likevel.



Figur 27: WACC med skatt, Berk og DeMarzo (2014) s. 515

Formel for WACC etter skatt:

$$WACC = \frac{\text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Totalkapital}} * kG * (1 - s) + \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} * kE$$

Hvor:

kG: selskapets gjeldskostnad før skatt

kE: selskapets egenkapitalkostnad før skatt

s: skattesats

Postens gjelds- og egenkapitalkostnad er ukjente størrelser og må estimeres. For å gjøre dette bruker vi følgende formel:

$$WACC = \frac{\text{Netto FG}}{\text{Totalkapital}} * (rf + CR) * (1 - s) + \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} * (rf + MP * \beta_e)$$

Hvor:

FG = finansiell gjeld

rf = risikofri rente

CR = kredittrisiko

s = skattesats

MP = markedets risikopremie

β_e = egenkapitalbeta

8.2. Avkastningskrav for egenkapital

For å komme frem til selskapets egenkapitalkostnad bruker vi kapitalverdimodellen (CAPM). Kapitalverdimodellen har tre forutsetninger (Berk og DeMarzo, 2014, s.379). For det første antar den at investorer kan kjøpe og selge alle verdipapirer til markedspris, og at de kan låne til den risikofrie renten. Videre antar modellen at investorer bare holder effektive porteføljer som gir maksimum forventet avkastning for et gitt volatilitetsnivå. Til slutt antas det at investorer har homogene forventninger til et verdipapirs volatilitet, korrelasjon og forventet

avkastning. Forutsetningene innebærer at investorene er veldiversifiserte, og dermed tas det ikke hensyn til selskapsspesifikk risiko i avkastningskravet.

Kapitalverdimodellen er som følger:

$$kE = \beta_i * (R_{mkt} - rf) + rf$$

Her er første delen av uttrykket risikopremien for verdipapir i , mens rf er den risikofrie renten. Selskapets egenkapitalkostnad kan nå estimeres ved hjelp av den risikofrie renten, selskapets egenkapitalbeta og markedets risikopremie. Ettersom vi bruker WACC etter skatt burde CAPM også ha vært etter skatt. I Norge beskattes renteinntekter hardere enn aksjeinntekter, og denne forskjellen burde vært tatt hensyn til. I praksis ses det ofte bort i fra skatt i beregning av CAPM ettersom skattesatsene er avhengig av om det er en privatperson eller et aksjeselskap som er investor. Følgelig vil vi også se bort i fra skatt. Å se bort i fra skatt er en forenkling som vil få liten konsekvens for egenkapitalavkastningskravet ettersom den risikofrie renten allerede er svært lav.

8.2.1. Risikofri rente

Den risikofrie renten representerer avkastningen en får på en investering som ikke innebærer risiko, og har da en beta på 0. Dermed er det klart at for en investering med risiko vil avkastningskravet være høyere enn den risikofrie renten.

Sikre statsobligasjoner brukes gjerne som et mål på den risikofrie rente. Norske statsobligasjoner er et eksempel på en slik sikker statsobligasjon og regnes som tilnærmet risikofri. Kontantstrømmen i år 1 skal diskonteres med en WACC basert på en risikofri 1-årsrente. Kontantstrømmen i år 2 skal diskonteres med en risikofri 2-årsrente, og slik fortsetter det. Denne metoden er imidlertid tidkrevende, og i praksis velger man en enkelt rente.

Renten kan være kortsiktig eller langsiktig. En langsiktig rente varierer mindre enn en kort, noe som vil gi et mer stabilt avkastningskrav. I tillegg forventer en ofte at et selskap har lang levetid, og da vil en lang rente stemme bedre overens med kontantstrømmen. En ulempe med lang rente er at den kan inneholde en likviditetspremie og en premie for inflasjonsrisiko, og dermed er den ikke risikofri likevel (Kaldestad og Møller 2015, s.109). Generelt brukes 10-

årsrenten for statsobligasjoner av mange praktikere. Vi velger den langsiktige renten som et estimat på den risikofrie renten fordi vi forventer at Posten Norge vil fortsette å drive i lang tid fremover. Dermed får vi en risikofri rente på 1,39 % (Norges Bank, u.å.a., dato brukt: 25.04.2016).

8.2.2. Beta

Beta er et mål på systematisk risiko, og kan regnes ut ved å ta kovariansen mellom avkastningen til et aktivum og markedsporteføljen og dividere på variansen til markedsporteføljen. Med andre ord viser den aktivumets samvariasjon med markedsporteføljen i forhold til volatiliteten i markedsporteføljen. Markedsporteføljens beta er 1, og dersom et selskap har en beta høyere enn 1 er den mer volatil enn markedet. Dermed vil investorer ta på seg mer risiko når de investerer i et slikt selskap og de krever derfor en høyere avkastning. Vi skiller mellom egenkapitalbeta og forretningsbeta, hvor forretningsbetaen er den betaen som selskapet ville ha hatt dersom det var finansiert med 100 % egenkapital. Egenkapitalbetaen er betaen selskapet har med dagens finansiering. I forbindelse med estimeringen av egenkapitalavkastningskravet er det egenkapitalbetaen vi har behov for.

To faktorer som er av særlig betydning for nivået på egenkapitalbetaen er gjeldsgraden og etterspørselsmønsteret til selskapet. Egenkapitalbetaen er avhengig av gjeldsgraden, fordi risikoen for eierne øker ved økt gjeldsgrad. Eierne skal kompenseres for den økte risikoen, og følgelig vil beta være høyere for et selskap med mye gjeld sammenlignet med et selskap med lav gjeld, alt annet likt. Etterspørselsmønsteret er også av stor betydning, fordi etterspørselen i stor grad påvirker selskapets resultat og dermed avkastningen til eierne. Dersom etterspørselen til selskapet er svært konjunkturfølsomt vil svingningene i de årlige resultatene bli store, og følgelig vil avkastningen til eierne også variere mye. Dermed vil et selskap med store svingninger i etterspørselen ha en høyere beta enn et selskap der etterspørselen er mer stabil, og andre faktorer er lik. (Kaldestad og Møller, 2015, s. 116).

Dersom selskapet er børsnotert kan en analysere bedriftens egen beta, historisk opp mot børsen. Det finnes flere utfordringer med denne metoden. For det første må det stilles spørsmål ved om selskapet har vært det samme i hele perioden en ser på. Dette innebærer at det blant annet må justeres for oppkjøp og endring i selskapets likviditet og gjeldsgrad. Videre

er det slik at selv om selskapet er det samme, er det ikke gitt at historien vil gjenta seg. I tillegg vil estimatet en får være avhengig av tidsperioden en har valgt, og hvilken indeks en bruker som markedsportefølje. Posten Norge er ikke børsnotert, og det er heller ikke konkurrentene PostNord og Posti. Dermed kan ikke denne metoden tas i bruk.

En metode som kan brukes for ikke-børsnoterte selskaper er å sammenligne selskapet med andre børsnoterte selskaper. Da bruker man betaene til de sammenlignbare selskapene til å estimere en beta for selskapet som ikke er børsnotert. Her er det viktig at selskapene en sammenligner er i samme, eller lignende bransje. For å kunne lage et godt estimat på betaen til det unoterte selskapet bør de observerte betaene til de ulike sammenlignbare selskapene vektet i forhold til størrelse. Dette vil gi oss en bransjebeta. En bransjebeta er gjerne mer presis enn en selskapsbeta (Koller, mfl., 2015, s.300). Bakgrunnen for dette er at selskaper i samme bransje står overfor samme operasjonelle risiko. Så lenge de ulike selskapers overestimering og underestimering ikke er korrelert, har disse en tendens til å gå mot hverandre. Dermed vil et vektet gjennomsnitt være et godt estimat, med lav varians.

Damodaran har funnet forretningsbeta til transportbransjen i Europa basert på tall fra 38 selskaper (Damodaran, 2016 b). Transportbransjens forretningsbeta er på 0,78. Selskapene som er brukt av Damodaran driver hovedsakelig innen post og/eller logistikk. Dermed passer Posten Norge inn i transportbransjen slik den er definert her. Ettersom vi ønsker å finne egenkapitalbetaen, må vi justere forretningsbetaen for gjeldsgraden til selskapet. Dette gjøres ved formelen:

$$\beta_e = \beta_u * \frac{EV}{E} - \beta_d * \frac{D}{E}$$

Hvor:

β_e =egenkapitalbeta

β_u = forretningsbeta

β_d =gjeldsbeta

EV= enterprise Value / totalkapital

E = egenkapital

D = gjeld

Her bruker vi en bransjebeta, og følgelig vil konkurssansynligheten diversifiseres bort. Dermed blir gjelden tilnærmet risikofri og følgelig antar vi at gjeldsbetaen er lik null. Da blir formelen for egenkapitalbetaen slik:

$$\beta_e = \beta_u * \frac{EV}{E}$$

Totalkapital- og egenkapitalverdien er ukjente størrelser som må estimeres. Dette har vi gjort ved å ta utgangspunkt i bransjegjennomsnittet for EV/EBITDAR-multippelen, for deretter å bruke iterasjon for å finne den betaen som stemmer overens med avkastningskrav og estimert totalkapital- og egenkapitalverdi. Når vi gjør dette får vi en egenkapitalbeta på 0,9.

Posten Norge må sies å ha et stabilt etterspørselsmønster fra privatkunder når vi sammenligner etterspørselen på årsbasis. Volumet på brevsendinger og pakker øker gjerne i desember i forbindelse med julekort og julegaver sammenlignet med resten av året, men volumet er i liten grad avhengig av konjunktorene. Hvor mye penger som brukes på julegaver vil kunne være konjunkturavhengig, men transporten av varene er mindre konjunkturavhengig. Transportkostnaden her er avhengig av størrelsen på varen og ikke verdien. Etterspørselen fra bedrifter antas å være mer konjunkturavhengig sammenlignet med etterspørselen fra privatkunder. Svingningene i etterspørselen fra bedriftskunder vil være avhengig av bedriftenes konjunkturfølsomhet. Totalt vil etterspørselsmønsteret være moderat konjunkturavhengig.

Gjeldsandelen til Posten Norge er estimert til 14 %, og må sies å være på et svært lavt nivå. For nærmere beskrivelse av gjeldsandel se kapittel 8.3.3.

Gjeldsgraden og etterspørselsmønsteret til Posten Norge taler begge for at egenkapitalbetaen til Posten Norge bør ligge på et lavt nivå, og en egenkapitalbeta på 0,9 ser dermed ut til å være et godt estimat.

8.2.3. Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er meravkastningen utover den risikofrie renten investorer forventer når de investerer i aksjemarkedet. For å finne markedets risikopremie kan en se på historisk

avkastning, estimere en implisitt markedspremie basert på nåværende børskurs, eller foreta en spørreundersøkelse blant investorer og akademikere (Kaldestad og Møller, 2015, s.117).

Historisk risikopremie finner en ved å sammenligne avkastningen på en markedsindeks over tid med avkastningen på statsobligasjoner. Det er gjort flere studier i forhold til å finne den historiske markedsrisikopremien. Et eksempel er Dimson, Marsh og Staunton som utførte en studie av markedsrisikopremier i perioden 1900-2014. De fant ut at den historiske risikopremien i Norge var på 5,3 % når en sammenligner mot statsobligasjoner med lang løpetid (Damodaran, 2015). De utførte tilsvarende undersøkelse i det amerikanske markedet, og fant en premie i intervallet 4,7 % til 5,4 % og som gjerne kan rundes til 5 % (Koller mfl., 2015, s.288). Ulemper med metoden er at den bygger på et skjevt utvalg i den forstand at den måler avkastning til selskaper som har overlevd over tid. Videre er det ikke sikkert at risikopremien vil bli den samme i fremtiden. Årsaken til dette er økt likviditet, åpnere markeder med færre transaksjonskostnader, høy produktivitetsvekst og flere diversifiseringsmuligheter. Et argument mot sistnevnte er at verden er blitt mer integrert, noe som gjør at børsene beveger seg mer i takt og da gir færre diversifiseringsmuligheter. Metoden er mest utbredt i praksis, og i mangel på pålitelige indikatorer som kan predikere en fremtidig premie, vil den også kunne gi det beste estimatet.

Metoden ved å estimere en implisitt markedspremie basert på nåværende børskurs innebærer at en regner bakover, slik at målet er å estimere den risikopremien som kan forsvare dagens børsnivå. Fordelen med metoden er at den fanger opp at markedets risikopremie er dynamisk. Videre er metoden markedsdrevet, og problemstillingene rundt historiske data er ikke relevant. En ulempe er at metoden er svært sensitiv for små endringer i estimatene, noe som igjen vil gi store utslag i den estimerte premien.

Metoden som omhandler spørreundersøkelse kan gi et godt estimat på markedets risikopremie hvis deltagerne er representative for markedet. En fordel er at den er bygget på aktørenes syn som er fremtidsrettet siden en spør om forventet avkastning. En ulempe kan være at deltagerne er påvirket av markedssentimentet på det tidspunktet undersøkelsen gjennomføres. I tillegg kan det være lett for aktørene å lene seg på historiske data. PwC har flere ganger i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) utført en undersøkelse rundt risikopremien i det norske markedet. Svarprosenten blant medlemmene var på 18 %.

Hovedfunnet er at markedspremien i det norske markedet ligger på 5% for 2013 og 2014, noe som er uendret fra 2011 og 2012 (PwC, 2014, s.4).

Markedsrisikopremien skal reflektere den meravkastningen som en veldiversifisert investor krever for å investere i aksjemarkedet. Hvor mye investorer forlanger i risikopremie vil være avhengig av hvor mye markedet svinger. Markedet svinger mer i dårlige tider enn i gode tider, og dermed krever investorene en høyere risikopremie under slike forhold. Forskning viser at markedsrisikoen i USA på lang sikt er ca. 5 %. Damodaran (2015) har beregnet implisitt markedsrisikopremie for årene 1960-2014 og det ble i dårlige år observert en høyere implisitt markedsrisikopremie på rundt 6 %. Risikopremien fra land til land vil kunne variere, men det norske aksjemarkedet antas å være sammenlignbart med det amerikanske aksjemarkedet.

Det er vanskelig å slå fast eksakt hva markedets risikopremie vil være fremover, da de ulike metodene har sine svakheter. Det ser likevel ut til å være enighet rundt at en markedsrisikopremie på ca. 5 % er et langsiktig gjennomsnitt. Til tross for dette velger vi å sette en markedsrisikopremie på 6 % ettersom vi er inne i en nedgangsperiode, og investorer følgelig vil forlange en høyere avkastning.

8.3. Avkastningskrav for gjeld

Gjeldskostnaden består av risikofrie rente og kredittrisikopremie. Når en skal finne gjeldskostnaden er en interessert i å finne en alternativkostnad for utlåner. Dermed er markedsrenten mer relevant enn selskapets faktiske gjeldsrente (Kaldestad og Møller, 2015, s.123). Det bør være konsistens med løpetiden en legger til grunn når en finner risikofri rente og lånerenten. Siden vi benyttet oss av 10-års renten for å finne den risikofrie renten, bør vi også bruke 10-års rente for gjelden. Vi bruker den samme risikofrie renten her som i egenkapitalkostnaden.

$$kG = rf + CR$$

Hvor:

kG: selskapets gjeldskostnad før skatt

rf = risikofri rente

CR = kredittrisiko

8.3.1. Kredittrisikopremie

Kredittrisikopremien er en funksjon av finansiell gearing og operasjonell risiko. Den måles som konkurssansynlighet multiplisert med tap ved konkurs. Det finnes ulike selskaper som estimerer konkurssansynligheten til selskaper, og ut fra dette foretar en kredittrating av selskapet. Et eksempel på dette er Standard & Poor's. Når det gjelder Posten Norge foreligger ikke en slik rating. En kan imidlertid foreta en syntetisk rating, og vi velger å ta utgangspunkt i Knivsflås rammeverk (2016).

I estimeringen av kredittrisiko har vi valgt å beregne forholdstallene rentedekningsgrad, likviditetsgrad 2, netto driftsrentabilitet og egenkapitalandel. Ettersom Posten Norge har et svært lavt varelager blir likviditetsgrad 1 tilnærmet lik likviditetsgrad 2. Likviditetsgrad 1 er dermed et dårlig mål på kredittrisiko, og vi erstatter derfor likviditetsgrad 1, med likviditetsgrad 2. Følgelig bruker vi gjennomsnittlig kredittrisiko som mål på kredittrisiko.

	Multipel	Rating	Spread
Interest coverage ratio	2,366	BBB	0,014
Egenkapitalandel	0,860	AAA	0,006
Netto driftsrentabilitet	16,841	AAA	0,006
Likviditetsgrad 2	1,090	BBB	0,014
Gjennomsnittlig kredittrisiko			0,010

Figur 28: Syntetisk rating, egenkomponert

8.3.2. Skatt

Kontantstrømmen vi estimerer er nominell og etter skatt, og følgelig trenger vi et nominelt avkastningskrav etter skatt. I beregning av WACC bruker vi selskapsskatten, fordi det er denne skatten som danner grunnlaget for at det oppstår et "debt tax shield". Videre forutsetter vi at selskapet får fullt fradrag for alle rentekostnader. Den nominelle selskapsskatten er i dag på 25 %, men et bredt forlik på Stortinget har varslet at selskapsskatten skal reduseres til 23 % innen 2018. Arbeidsledigheten er høy, og regjeringen har varslet at redusert selskapsskatt er et av tiltakene som skal bidra til å skape flere arbeidsplasser. Derfor antar vi at selskapsskatten reduseres til 24 % i 2017, før den reduseres til 23 % i 2018. Videre forutsettes det at det ikke vil bli ytterligere endringer i selskapsskatten etter 2018, og at skattesatsen dermed vil være 23

% i overskuelig fremtid. Høyre har tidligere uttalt at de ønsker en selskapsskatt på 22 %, og det er derfor mulig at selskapsskatten vil reduseres ytterligere. Det er imidlertid stor usikkerhet rundt hvorvidt og eventuelt når dette kommer til å skje, slik at vi ikke tar hensyn til dette i våre beregninger.

Posten Norge opererer i mange land med forskjellige skattesatser. Dermed burde resultatene ideelt sett vært oppdelt i forhold til hvilket land de kommer fra, og det burde ha vært tatt i bruk ulike skattesatser i beregningen av ”debt tax shield”. Posten Norge oppgir imidlertid inntekt fra utlandet i en samlepost, og det er ikke mulig å skille resultatene fra de ulike landene fra hverandre. Vi bruker derfor den norske selskapsskatten i våre beregninger, men dette vil kunne gi målefeil. Sverige og Danmark har en selskapsskatt på 22 % (Transaksjonsadvokater.no, u.å.; Skatteministeriet.dk, 2015). Dette innebærer at kontantstrømmene etter skatt vil kunne bli noe undervurdert.

8.3.3. Gjeldsandel

Når det gjelder egenkapital og gjeld er det markedsverdien som skal brukes, og gjelden vil være netto finansiell gjeld som er beregnet i den omgrupperte balansen. Ettersom Posten Norge ikke er børsnotert har vi ingen markedsverdi på egenkapitalen. Denne verdien er dessuten vanskelig å estimere, ettersom man normalt ville ha beregnet total kapitalverdien først, for deretter å finne egenkapitalen. Her får vi imidlertid problemer med sirkelreferanser. For å få et grovt estimat på egenkapitalverdien og total kapitalverdien bruker vi EV/EBITDAR-multippelen. EBITDAR er inntekt før renter, skatt, avskrivninger, nedskrivninger og leie. Denne multippelen anses derfor som den beste multippelen til å estimere total kapitalverdien, fordi den også tar hensyn til effekt av leasing.

Bransjegjennomsnittet for EV/EBITDAR er ifølge Damodaran (2016 c) 9,18. Med normalisert EBITDA (som her tilsvare Damodarans EBITDAR&D) på 2653 blir den estimerte verdien på total kapitalen 24 355 MNOK. Gjeldsandelen blir dermed 25 %. Denne gjeldsandelen ble brukt til å finne et startpunkt for hvilket avkastningskrav vi skulle bruke. Videre har vi brukt iterasjon for å finne den gjeldsandelen som stemmer overens med avkastningskravet og total kapitalverdien. I iterasjonen er beta, kredittrisiko og gjeldsandelen oppdatert, da disse er avhengig av total kapitalverdien og samtidig påvirker avkastningskravet. Iterasjonen resulterte i en gjeldsandel på 14 %.

8.4. Beregning av WACC

Når vi setter inn i formelen får vi følgende avkastningskrav:

$$WACC_{2016} = 0,14 * (0,0139 + 0,01) * (1 - 0,25) + 0,86 * (0,0139 + 0,06 * 0,9) \approx 0,0609035$$

$$WACC_{2017} = 0,14 * (0,0139 + 0,01) * (1 - 0,24) + 0,86 * (0,0139 + 0,06 * 0,9) \approx 0,06093696$$

$$WACC_{2018} = 0,14 * (0,0139 + 0,01) * (1 - 0,23) + 0,86 * (0,0139 + 0,06 * 0,9) \approx 0,06097042$$

Avkastningskravet vi har beregnet er kun en estimering, og vi velger å avrunde til 6 % og bruker dette for alle årene. Avkastningskravet vil være noenlunde stabilt over tid. Dette er fordi den risikofrie renten er lav i dårlige tider og høy i gode tider, mens kredittrisikoen og markedsrisikopremien er høy i dårlige tider og lav i gode tider. Endringer i markedet vil påvirke mer enn en faktor, og disse faktorene har en negativ samvariasjon. Dermed vil den samlede effekten være et tilnærmet uendret avkastningskrav, selv om små endringer kan forekomme.

Vi velger å ta hensyn til potensielle illikviditetspremier ved utregningen av egenkapitalverdien til selskapet, og ikke direkte i avkastningskravet. Dette gjør vi fordi det er vanskelig å beregne eksakt hvor stor illikviditetspremier er, og selv små endringer i avkastningskravet vil få store utslag på total kapitalverdien. Dette kan sees i sensitivitetsanalysen. Dessuten vil illikviditetsrabatter være avhengig av hvem som eier selskapet nå, hvem som ønsker å kjøpe, og hvor mye av selskapet en velger å kjøpe. Dermed er det bedre å ha et avkastningskrav som er uavhengig av eier, for å deretter kunne tilpasse illikviditetsrabatten til ulike situasjoner.

9. Totalkapitalverdi

9.1. Beregning av total kapitalverdi

For å beregne total kapitalverdien bruker vi diskonterte kontantstrømmer. Vi antar at Posten Norge vil drive i evig tid, slik at vi kan ta i bruk Gordons vekstformel på terminalverdien. Terminalverdien skal fange opp all inntjening fra steady state. Formelen inneholder også den evige veksten g . Dermed må selskapet ha stabil vekst og marginer på tidspunktet formelen benyttes, og nettopp derfor anvendes formelen i steady state.

9.1.1. Evig vekst

Den evige veksten g reflekterer hvor mye Posten Norge vil vokse årlig i steady state. Det er ulike faktorer som påvirker hvor mye kontantstrømmene kan øke. For det første vil ikke et selskap kunne vokse raskere enn økonomien for øvrig i et langt tidsperspektiv. Da ville selskapet vokse seg større enn økonomien, noe som ikke er mulig. I Norden er det som nevnt i den strategiske analysen forventet en nominell BNP vekst på 3-5 % de neste årene. Med dette som bakgrunn vil ikke g kunne overstige 3-5 %. Stabile selskaper ligger gjerne noe lavere enn dette, og vi har antatt at dette vil være rundt 2%. Når Posten Norge har nådd steady state vil de regnes til å være et slikt stabilt selskap.

Veksten i nominell BNP inneholder både realvekst og inflasjon. Det er vanskelig å beregne hva inflasjonen vil være i fremtiden. Norges Bank har et uttalt inflasjonsmål på 2,5 %, og vi antar at dette vil være et mål også i fremtiden. Inflasjonsmålet er likevel kun en retningslinje for når Norges Bank bør sette inn tiltak for å motvirke høy inflasjon. I dårlige tider vil inflasjonen gjerne overstige inflasjonsmålet, mens inflasjonen i gode tider kan ligge godt under inflasjonsmålet. I 2026 antar vi at inflasjonen vil ligge rundt 1,5-2 prosent.

Den risikofrie renten som vi benytter oss av i avkastningskravet, er den 10-årige renten på statsobligasjoner som er på 1,39 %. Rentene inneholder en forventning om utviklingen i økonomien, deriblant forventninger om realvekst og inflasjon. Det er viktig at forutsetningene for den risikofrie renten stemmer overens med forutsetningene for evig vekst. En lav rente innebærer en forventning om at det går dårlig i økonomien. Dagens rentenivå er historisk lavt,

og renten etter denne tiårsperioden, vil trolig være noe høyere. Dette fordi de økonomiske utsiktene etter hvert vil bedre seg, og over lang tid vil økonomien bli påvirket av høy- og lavkonjunkturer. Vi antar at i 2026 vil den risikofrie renten være rundt 2-5 prosent. Ut fra dette burde også den risikofrie renten brukt i avkastningskravet blitt endret med tiden. Denne endringen gjøres imidlertid ikke, og årsaken er som nevnt tidligere, at avkastningskravet inneholder forventninger om flere variabler som er negativt korrelert. Dermed vil avkastningskravet være tilnærmet uendret, selv om endringer vil kunne forekomme.

En risikofri rente på 2-5 prosent og en inflasjon på 1,5-2 prosent, innebærer at realveksten i hele økonomien vil være mellom 0 og 3,5 prosent. I våre estimerte kontantstrømmer er den nominelle veksten i 2026 på ca. 2 prosent. Vi antar at selskapet nå er i steady state og at den nominelle veksten i 2026 er et godt estimat på evig nominell vekst. Med en inflasjon på 1,5-2 prosent, er det kun rom for en realvekst på 0-0,5 prosent. Dette innebærer at Posten Norge vil vokse mindre enn økonomien som helhet, men dette er naturlig ettersom Posten Norge antas å være et stabilt selskap, og en vekst i takt med inflasjonen er å forvente.

9.1.2. Terminalverdi

Med en evig vekst på 2 % beregnes terminalverdien i base case scenariet til 61 483 MNOK. I worst case og best case scenariene blir terminalverdien henholdsvis 6 249 MNOK og 91 596 MNOK.

9.1.3. Vekting av scenarier

Post- og logistikkmarkedet er under stor endring, og verdien på fremtidige kontantstrømmer er svært usikker. Denne usikkerheten er representert ved tre ulike scenarier, og tilhørende kontantstrømmer. I den fundamentale verdsettelsen, finner vi total kapitalverdien ved å diskontere forventede kontantstrømmene med et avkastningskrav. Hvilken kontantstrøm vi tar i bruk er dermed svært avgjørende for den endelige verdien, og det vil en vekting av scenariene ta hensyn til.

Base case scenariet er det scenariet vi har mest tro på. Dette scenariet viderefører de historiske trendene, samtidig som vi tar hensyn til planlagte endringer. Scenariet innebærer liten endring fra dagens markedssituasjon. Til tross for at postmarkedet liberaliseres og dermed åpner for full konkurranse, har vi liten tro på at dette faktisk kommer til å skje ettersom postmarkedet

ikke lenger er et attraktivt marked. Liberaliseringen vil likevel innføre potensiell konkurranse, noe som vil sette et tak for hvor høye priser Posten Norge kan ta. Utviklingen i logistikkmarkedet er noe mer usikker, men vi har likevel god tro på at Posten Norge vil være en attraktiv leverandør i det nordiske markedet. Nye samarbeidsavtaler vil gjøre at Posten Norge vil vokse i takt med markedet. Derfor legger vi inn en sannsynlighet for dette scenariet på 60 %.

Worst case scenariet innebærer at det kommer inn en konkurrent på leveringspliktige posttjenester. Oslo Economics la frem en rapport om statlig kjøp av posttjenester frem mot 2025 i 2015. Her fremkommer det at Samferdselsdepartementet anser det som lite sannsynlig at det vil komme konkurranse om postleveranse for privatkunder. Dermed er det lite sannsynlig, men fortsatt mulig, at en konkurrent vil legge inn et anbud om å være en landsdekkende postleverandør. Når det gjelder utviklingen i logistikkmarkedet er det mulig at Posten Norge vil fortsette å miste markedsandeler. Det er uvisst hvorfor dette har skjedd, men vi har antatt at det er fordi Posten Norge har vært en liten aktør på verdensmarkedet. I base case scenariet har vi antatt at nye samarbeidsavtaler med DHL og Posti vil løse dette problemet. Dersom dette likevel ikke er tilfellet, vil Posten Norges omsetning reduseres. Totalt ser vi at det er liten sannsynlighet for hard konkurranse i leveringspliktige posttjenester, mens det er fullt mulig at veksten i logistikkinntekter ikke vil bli så sterk som i base case scenariet. Derfor har vi lagt inn en sannsynlighet for dette scenariet på 20 %.

Best case scenariet innebærer at Posten Norge har et naturlig monopol på posttjenester, og at ingen konkurrenter vil legge inn anbud. Selv ikke når Posten Norge setter inn relativt høye priser. Dette er godt mulig, vi så blant annet at prisene økte i Sverige når markedet ble liberalisert, men det er uvisst hvor mye prisene kan stige. Videre er det i dette scenariet også antatt at Posten Norge vil kunne ta markedsandeler fra konkurrentene. Dette er en kraftig antagelse, i lys av sterk konkurranse, og at Posten Norge er en liten aktør i det globale markedet. Den nye samarbeidsavtalen med DHL vil trolig gjøre Posten Norge til en mer attraktiv aktør i markedet. På bakgrunn av dette vil vi legge inn en sannsynlighet for at dette scenariet inntreffer på 20 %.

9.1.4. Totalkapitalverdi

Vi har nå estimert forventede kontantstrømmer i ulike scenarier. Når vi vektlegger scenariene i henhold til sannsynlighetene for hvert scenario får vi forventede kontantstrømmer som vist i figur 29.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Terminalverdi
Base case	719	1555	1999	2330	2452	2581	2151	2238	2317	2366	2411	61483
Worst case	707	1518	448	641	657	670	237	239	243	246	245	6249
Best case	1227	2500	3047	3496	3502	3482	3142	3290	3426	3522	3592	91596
Forventet kontantstrøm	818	1737	1899	2225	2303	2379	1966	2049	2124	2173	2214	56459

Figur 29: Forventet kontantstrøm, egenkomponert

Terminalverdien og kontantstrømmen fra drift etter skatt i 2016 legges sammen til en samlet kontantstrøm. Deretter kan totalkapitalverdien beregnes etter formelen nedenfor, og vi får da en totalkapitalverdi på 45 044 MNOK. I formelen tilsvarende $t=1$ år 2016 og $t=11$ år 2026.

$$EV = \sum_{t=1}^{t=11} \frac{CF_t}{(1+k)^t} = 45\,044$$

9.2. Følsomhetsanalyse

Ut fra estimatene i avsnitt 9.1. er totalkapitalverdien beregnet til 45 044 MNOK. Dette er et svært usikkert estimat, og følgelig vil vi gjennomføre en følsomhetsanalyse for å vurdere resultatet. I følsomhetsanalysen vil vi først endre på en variabel om gangen, samtidig som de resterende variablene holdes konstant, og se hvordan endringen påvirker totalkapitalverdien.

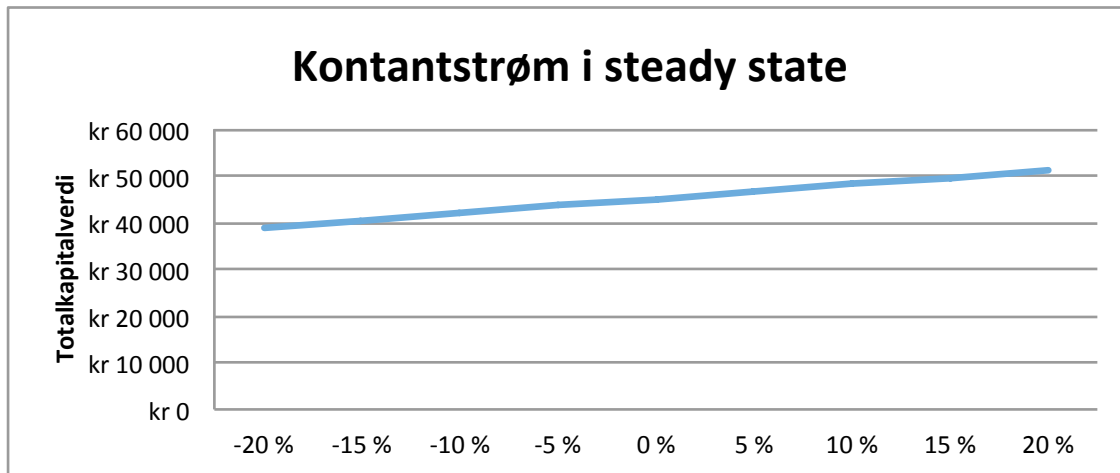
Nåverdien av terminalverdien utgjør 63 % av totalkapitalverdien. Dermed har verdien på terminalleddet stor betydning for verdien på total kapitalen og følgelig vil vi gjennomføre en følsomhetsanalyse på variablene som påvirker terminalverdien. Terminalverdien påvirkes av verdien på kontantstrømmene, avkastningskravet og den evige vekstfaktoren.

Figur 30 og 31 viser hvordan totalkapitalverdien endres dersom kontantstrømmen i steady state er over- eller undervurdert med opp til 20 %. Det forutsettes at feilmarginen er lik i alle de ulike scenariene. Denne følsomhetsanalysen går derfor mest ut på å vurdere effekten av å være for optimistisk eller for pessimistisk i utforming av fremtidsprognosene. På samme

måte kunne også kontantstrømmene i årene før en når steady state ha vært med i følsomhetsanalysen, men disse har mindre effekt på den endelige verdien og de er derfor ikke tatt med.

Feilmargin	-0,2	-0,15	-0,1	-0,05	0	0,05	0,1	0,15	0,2
Forventet terminalverdi	45167	47990	50813	53636	56459	59282	62105	64928	67751
Forventet total kapitalverdi	38862	40408	41953	43498	45044	46589	48135	49680	51226

Figur 30: Tabell feilmargin kontantstrøm i steady state, egenkomponert

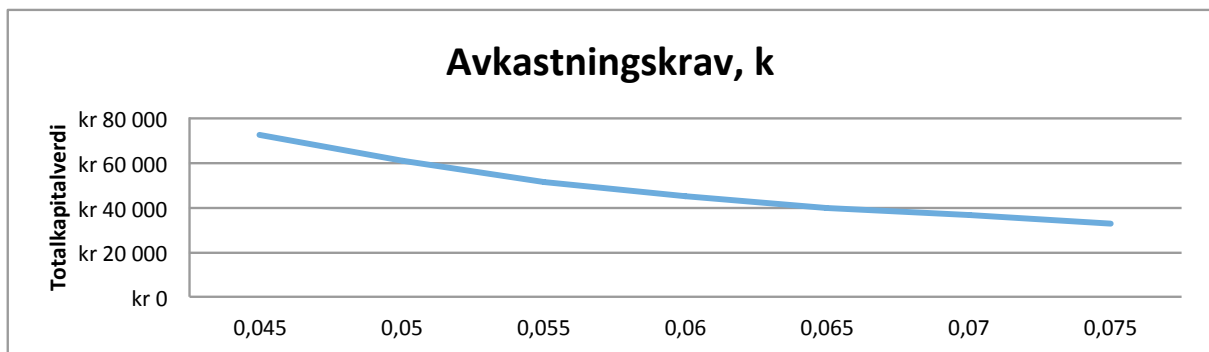


Figur 31: Graf feilmargin kontantstrøm i steady state, egenkomponert

Avkastningskravet er den variabelen som gir størst spredning i total kapitalverdien. Dersom avkastningskravet øker med 1 prosentpoeng, vil total kapitalverdien reduseres med 20 %. Dette kan skje dersom for eksempel beta, markedsrisikopremien eller egenkapitalandelen er undervurdert. Dersom avkastningskravet reduseres med 1 prosentpoeng, vil total kapitalverdien øke med 34 %. Dette kan skje dersom for eksempel beta, markedspremien eller egenkapitalandelen er overvurdert. Figur 32 og 33 viser hvordan en endring i avkastningskravet, k , vil påvirke total kapitalverdien.

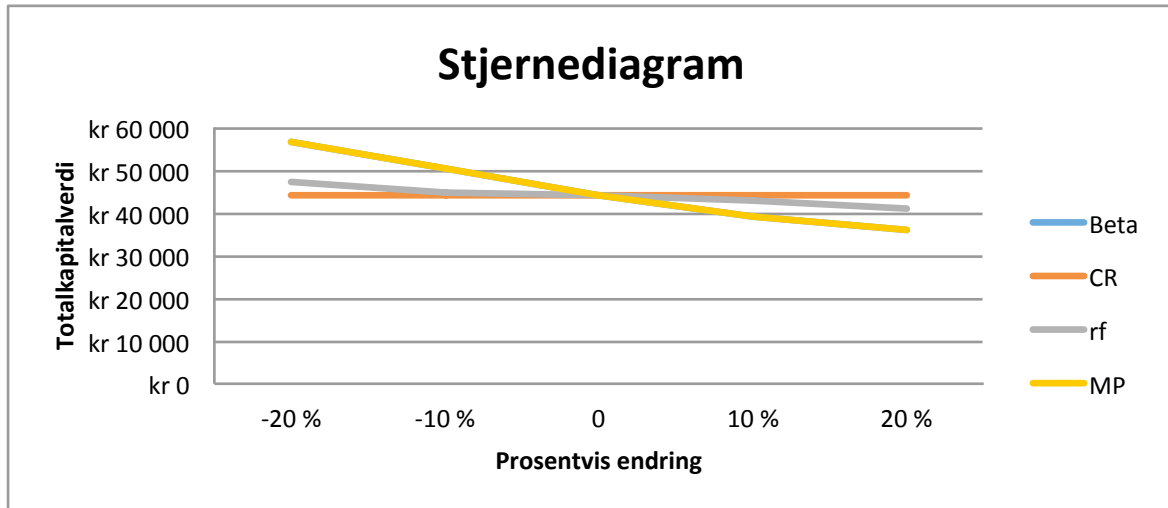
k	0,045	0,05	0,055	0,06	0,065	0,07	0,075
Total kapitalverdi	kr 72 320	kr 60 200	kr 51 541	kr 45 044	kr 39 989	kr 35 943	kr 32 632

Figur 32: Tabell endring i avkastningskrav, egenkomponert



Figur 33: Graf endring i avkastningskrav, egenkomponert

Figur 34 er et stjernerdiagram og viser hvilken effekt de ulike variablene i avkastningskravet får for total kapitalverdien. Diagrammet viser at en endring i markedsrisikopremien eller i beta vil ha størst effekt på total kapitalverdien. Kurven for prosentvis endring i beta er sammenfallende med kurven for prosentvis endring i markedsrisikopremie ettersom de to variablene multipliseres med hverandre. Dersom vi endrer en og en variabelne med +/- 20 %, vil vi få et avkastningskrav som varierer mellom 5,2 % og 7,0 %. Vi anser dette som sannsynlige verdier for avkastningskravet.



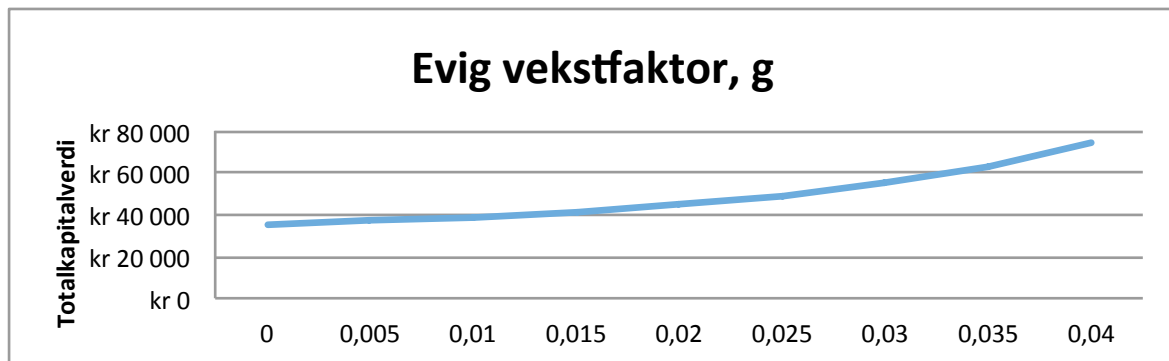
Figur 34: Stjernerdiagram for avkastningskrav, egenkomponert

Den evige vekstfaktoren, g , er satt til 2 % i vår analyse. Figur 35 og 36 viser hvordan verdien på total kapitalen vil endre seg for ulike verdier for g . Dersom g øker med et prosentpoeng vil total kapitalverdien øke med 22 %. Dersom g reduseres med 1 prosentpoeng vil total kapitalverdien reduseres med 13 %. For en diskusjon rundt sannsynlige verdier på g

henvises det til avsnitt 9.1.1. hvor vi argumenterer for at den nominelle veksten vil ligge mellom 1-3 prosent når vi tar hensyn til realvekst og inflasjon.

g	0	0,005	0,01	0,015	0,02	0,025	0,03	0,035	0,04
Totalkapitalverdi	kr 35 130	kr 36 932	kr 39 096	kr 41 739	kr 45 044	kr 49 293	kr 54 958	kr 62 889	kr 74 786

Figur 35: Tabell endring i evig vekst, egenkomponert



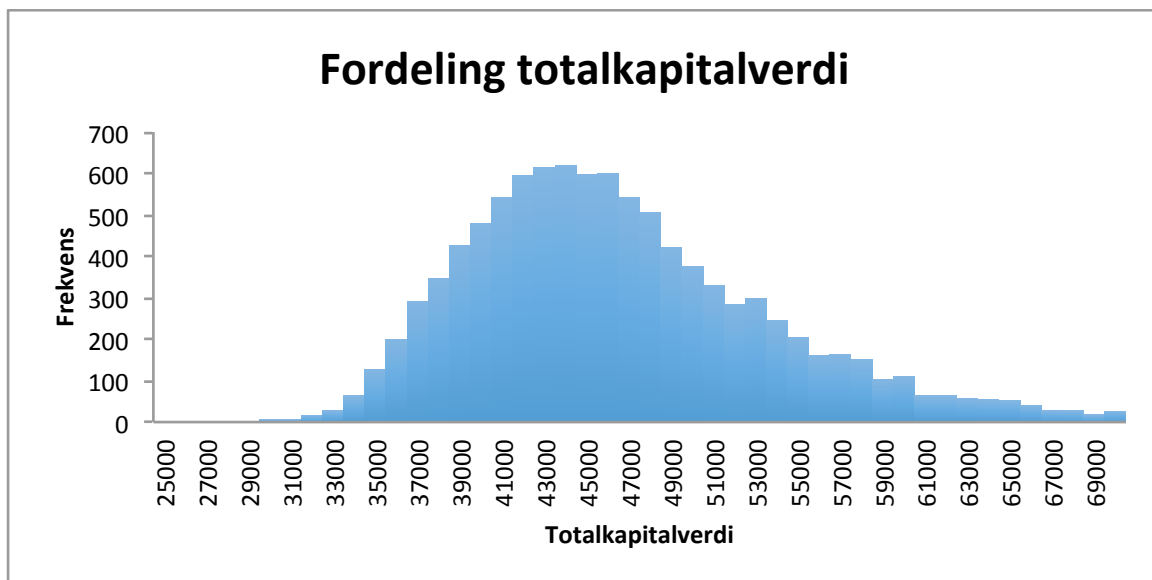
Figur 36: Graf endring i evig vekst, egenkomponert

Sensitivitetsanalysene ovenfor forutsetter at kun en av variablene endres om gangen, dvs. at alle variablene er uavhengige. Dette er en sterk forutsetning som ofte ikke vil være oppfylt, men vi gjør likevel denne forutsetningen ettersom det er svært krevende å finne den faktiske samvariasjonen mellom variablene. Ettersom det er k og g som har størst betydning for total kapitalverdien, samt at det er disse variablene det er mest usikkerhet rundt, har vi også sett på hva som skjer dersom vi endrer disse variable samtidig. Vi antar fortsatt at variablene er uavhengige.

For å undersøke hvor sensitiv total kapitalverdien er for endring i k og g har vi valgt å gjennomføre en Monte Carlo simulering. I simuleringen har vi observert nåverdien av forventet kontantstrøm 10 000 ganger med tilfeldige verdier av g og k. Vi antar at g og k er normalfordelte variabler med gjennomsnittsverdi på henholdsvis 2,0 og 6,0 prosent, og et standardavvik for begge variablene på 0,5 prosentpoeng. Gjennomsnittsverdiene på k og g er de verdiene vi har lagt til grunn i vår verdsettelse, og det er disse vi har mest tro på.

Variablene preges likevel av usikkerhet og vi kan ikke se bort i fra at k kan variere mellom 5,2 og 7,0 prosent og at g kan variere mellom 1-3 prosent. I en normalfordeling vil 95 % av observasjonene ligge innenfor ca. 2 standardavvik, og et standardavvik på 0,5 for både k og g synes derfor å være rimelig. Dette gir oss en gjennomsnittsverdi for total kapitalen på ca. 46

000. Observasjonene viser en positiv skjevhet. Vår estimerte total kapitalverdi på 45 044 er dermed et rimelig bra estimat. Det vil likevel være usikkerhet rundt estimatet. Figur 37 viser resultatet fra simuleringen i et histogram. Ut fra våre observasjoner finner vi det sannsynlig at total kapitalverdien vil ligge mellom 36 000 MNOK og 56 000 MNOK ettersom over 80 % av observasjonene var innenfor dette intervallet.



Figur 37: Resultat Monte Carlo simulering, egenkomponert

10. Egenkapitalverdi

Egenkapitalverdien fremkommer ved å justere total kapitalverdien for netto finansiell gjeld og fremførbart underskudd. Netto finansiell gjeld er tidligere estimert til 6 135 MNOK. Det fremførbare underskuddet må estimeres. I tillegg vil det også kunne forekomme at investorer får rabatt på kjøp av aksjer, slik at markedsverdien på egenkapitalen også må justeres for eventuelle rabatter.

10.1. Fremførbart underskudd

Posten Norge har en utsatt skattefordel på 754 MNOK. Som tidligere nevnt består skattefordelen av fremførbart underskudd, negativ gevinst- og tapskonto og midlertidige forskjeller. Fremførbart underskudd og negativ gevinst- og tapskonto kan brukes til å redusere skattebetalinger i fremtiden, og følgelig har det en verdi. Posten Norge har underskudd til fremføring på 425 MNOK og negativ gevinst- og tapskonto på 24 MNOK. Nåverdien det

fremførbare underskuddet og gevinst- og tapskontoen er avhengig av når underskuddet kan brukes. Underskuddet er hovedsakelig knyttet til virksomhet i Sverige og Danmark. Posten Norge oppgir ikke resultat fra hvert land, men aktiviteten i Sverige og Danmark er betydelig lavere enn i Norge. I Posten Norges årsregnskap for 2015 fremkommer det at Posten Norge ikke tror underskuddet vil bli brukt opp, da mesteparten av ikke-balanseført skattefordel omhandler underskudd til fremføring i Sverige og Danmark. Ettersom vi ikke har informasjon om resultatet i de ulike landene, velger vi å stole på Posten Norge når de sier de ikke vil kunne bruke deler av det fremførbare underskuddet. Det antas at totalt fremførbart underskudd som vil bli brukt utgjør 74 MNOK. Dersom for eksempel PostNord som har høy aktivitet i Sverige og Danmark skulle ha kjøpt Posten Norge, ville det fremførbare underskuddet ha hatt en høyere verdi. Per dags dato er skattesatsen 25 % i Norge, og det antas at resterende underskudd er knyttet til aktivitet i Norge. Underskuddet til fremføring er relativt lavt, og vi antar derfor at alt vil bli brukt i 2016. Nåverdien av det fremførbare underskuddet vil dermed være ca. $(0,25 \cdot 74 \text{ MNOK}) / 1,06 \approx 17 \text{ MNOK}$.

10.2. Illikviditetsrabatt

Illikviditet er manglende evne til å gjennomføre en transaksjon på grunn av manglende etterspørsel (Chen, 2012, s.3). Dersom illikviditet foreligger er dette en risiko som skal kompenseres for, og dette kalles en illikviditetsrabatt. Kostnaden ved illikviditet kan sies å være kostnaden ved at en angret på et kjøp (Damodaran, 2005b). I et slikt tilfelle vil en prøve og selge det en har kjøpt. Noen ganger vil dette være enkelt hvis det for eksempel dreier seg om en aksje i et selskap som er børsnotert og hvor etterspørselen er høy. Da er kostnaden knyttet til transaksjonen lav. Dersom etterspørselen etter det en har kjøpt er lav, må en gjerne sette en lavere pris for å kunne klare og selge. I et slikt tilfelle er kostnadene knyttet til transaksjonen høyere. Ut fra dette kan en si at en vare er mer eller mindre likvid, da en trolig alltid vil kunne selge en vare om prisen er lav nok (Damodaran, 2005b). Forskere har undersøkt effekten av illikviditet på pris gjennom ulike tilnærminger. Alle kommer frem til at en illikvid eiendel må selges til en lavere pris enn en likvid eiendel (Damodaran, 2005b).

Obligasjoner er en type eiendel hvor det er forsket på ulik likviditet knyttet til obligasjoner utstedt av forskjellige selskaper, og for obligasjoner med ulik levetid utstedt av samme selskap. For eksempel sammenlignet Amihud og Mendelson avkastningen på amerikanske statsobligasjoner med 6 måneder igjen av levetid mot amerikanske statskasseveksler med

samme levetid. De fant ut at den årlige avkastningen på den mindre likvide statsobligasjonen var 0,43% høyere enn den mer likvide statskassevekselen (Damodaran, 2005b, s. 24). Strebulaeu fant imidlertid ut at årsaken til forskjellen kunne være ulik behandling i forhold til skatt. Han fant ut at amerikanske statsobligasjoner med samme sluttdato ble omsatt til identiske priser. Når det gjelder selskapsobligasjoner fant Chen, Lesmond og Wei (2005) ut at illikvide obligasjoner hadde høyere avkastning enn likvide obligasjoner (Damodaran, 2005b). Likviditeten avtok ettersom obligasjonens rating ble dårligere og økte da en gikk fra kort til lang levetid. I en studie av ansvarlige obligasjoner utstedt av 22 store banker i USA fant en ut at mer illikvide obligasjoner ble handlet til en høyere misligholds "spread" enn andre likvide obligasjoner (Damodaran, 2005b). Ut fra dette kan en konkludere med at likviditet har betydning for alle obligasjoner, men at de betyr mer for risikable obligasjoner enn for de tryggere. Funnene vil også gjelde for andre typer verdipapir. Aksjer er mer risikable enn obligasjoner, og følgelig vil de ha en større illikviditetsrabatt.

Det finnes forskjellige måter å komme frem til en illikviditetsrabatt når det gjelder verdsettelse (Damodaran, 2005b). For det første kan en benytte relativ verdsettelse hvor en sammenligner verdien til et selskap med prisingen til selskaper med samme likviditet. Ut fra dette kan en komme frem til illikviditetsrabatten. Vi velger å ikke benytte oss av denne metoden, da vi i vår verdsettelse benytter en fundamental verdsettelse, og i mindre grad vektlegger komparativ verdsettelse. En annen metode er å inkorporere illikviditetsrabatten i avkastningskravet. Metoden er svært sensitiv, da små endringer i avkastningskravet vil gi store utslag i egenkapitalverdien og implisitt store endringer i illikviditetsrabatten. Det vil være stor usikkerhet rundt hvor stor rabatten skal være, og et lite avvik vil få store konsekvenser for den endelige verdien. Derfor velger vi å heller ikke benytte oss av denne metoden. En tredje metode er å legge en illikviditetsrabatt til verdien av selskapet. Her kan en enten legge til grunn en fast illikviditetsrabatt for alle selskaper, eller at den vil variere mellom selskapene. Bakgrunnen for å gi ulik illikviditetsrabatt er at selskapene naturligvis kan være forskjellige både med tanke på hvordan de er organisert og hva de driver med. For eksempel viser studier at aksjer med begrenset stemmerett, og dermed illikvide aksjer, omsettes til en rabatt på 25-35% (Damodaran, 2005b). Vi velger å anvende den tredje metoden, og vi vil finne en selvstendig rabatt for Posten Norge. Årsaken til dette er at metoden støttes av Damodaran, og at Posten Norge vil kunne ha særtrekk i forhold til andre aktører i samme bransje.

Ifølge Damodaran (2005b) finnes det ulike faktorer som er årsaken til at rabatten varierer mellom virksomhetene. Den første faktoren er selskapets likviditet. Et selskap med relativt mye kontanter og eiendeler som er lett omsettelig, har en lavere illikviditetsrabatt enn selskaper som ikke har dette. Posten Norge har en langsiktig likviditetsreserve per 31.12.2015 på 6 394 MNOK. Dette gir fleksibilitet, og selskapet kan sies å ha god likviditet. Den andre faktoren er selskapets finansielle situasjon og deres kontantstrøm. Et selskap med positiv kontantstrøm og høye inntekter har lavere illikviditetsrabatt enn selskaper hvor dette ikke er tilfelle. Også her kan det konkluderes med at Posten Norge kommer godt ut med en kontantstrøm på 1 213 MNOK og en inntekt på 25 074 MNOK. Den tredje faktoren er sannsynligheten for at selskapet vil gå på børs i fremtiden. Desto større sannsynlighet for at dette skjer jo lavere skal illikviditetsrabatten være. Som tidligere nevnt er det usikkert om Posten Norge vil bli børsnotert. Dagens regjering ønsker et mer liberalisert marked og næringsminister Monica Mæland har uttalt at staten ikke skal eie bare for å eie. Videre har hun også sagt at regjeringen ikke har hastverk med eventuelle nedslag (Halvorsen, 2014). Dersom staten bestemmer seg for å selge seg ned i Posten Norge vil selskapet bli børsnotert. Det er altså ikke et alternativ at aksjer i selskapet vil bli tilgjengelig for andre, med mindre selskapet blir børsnotert. Det er derfor ikke nødvendig å snakke om illikviditetsrabatt i tilfeller hvor det ikke blir børsnotering, ettersom det ikke vil forekomme salg i det tilfellet. Ut fra oppgavens perspektiv som er å finne en verdi for Posten Norge ved et eventuelt salg, går vi derfor ut fra at det er sannsynlig at Posten Norge vil bli børsnotert.

En annen faktor av betydning er selskapets størrelse. Dersom en oppgir illikviditetsrabatten som en prosent i forhold til verdien av selskapet, skal rabatten i prosent være lavere jo større selskapet er. Posten Norge er et stort selskap i norsk størrelse.

Den siste faktoren er eierskapskontroll. Å sitte med 51 % av aksjene i et selskap vil være mer attraktivt enn å være en minoritet. Dermed vil det være en rabatt knyttet til det å være en minoritet i selskapet da en ikke nødvendigvis vil få gjennomslag for sine meninger. På den annen side er det verdt å merke seg at det også vil kunne finnes en majoritetsrabatt. Bakgrunnen for denne er at det vil kunne være vanskelig for en majoritet å få solgt alle sine aksjer dersom en ønsker det. Denne rabatten er imidlertid noe lavere enn en minoritetsrabatt. Posten Norge er eid av staten. Dersom staten selger seg ned vil de trolig ikke gå under 34 % eierskap, da et slikt eierskap vil sikre staten negativ kontroll. Dette vil være av betydning ved beslutninger om eksempelvis vedtektsendringer, fusjoner og kapitalforhøyelse (Lindeberg,

2014). Ved et eierskap på over 50 % vil staten kunne kontrollere styret. Generelt kan en se at for de selskapene hvor staten er inne som eier, har de i de fleste tilfellene et eierskap på 34 % eller mer (Halvorsen og Lindeberg, 2014). Ved en børsnotering vil staten trolig ha en majoritet av aksjene, da de enten vil sitte med over 50% eller 34% av aksjene, og da mest sannsynlig sammen med flere mindre eiere. Ut fra dette kan det legges til grunn at ved en børsnotering vil kjøpere kunne få en minoritetsrabatt.

Videre er det verdt å merke seg at illikviditetsrabatten varierer mellom ulike kjøpere. Årsaken til dette er at kjøpere med mye penger og lang tidshorison ikke nødvendigvis trenger å selge seg ut for å få tak i egenkapital. Dermed har kjøpere med disse karakteristikene et mindre behov for illikviditetsrabatt, og rabatten blir gjerne lavere når disse gjennomfører et kjøp sammenlignet med en annen kjøper for tilsvarende selskap. Ved en børsnotering vil staten trolig beholde en kontrollerende eierinteresse, slik at det er lite sannsynlig at en konkurrent kommer til å kjøpe opp aksjene. Det finnes få store investorer i Norge, og følgelig er det mest sannsynlig at det kommer til å være aksjefond som vil investere i Posten Norge. Aksjefondene regnes for å ha et langt tidsperspektiv, noe som trekker i retning av en lav illikviditetsrabatt.

Til slutt er det viktig å få frem at illikviditetsrabatten også er avhengig av selskapets konjunkturfølsomhet. Her kan en ta utgangspunkt i selskapets beta. Vi kom tidligere frem til at Posten Norge har en beta på 0,9 og selskapet er derfor mindre konjunkturfølsomt enn markedet.

På bakgrunn av diskusjonen ovenfor velger vi å legge inn en illikviditetsrabatt for minoritetseiere. Det er vanskelig å si eksakt hva denne bør være. Kinserdal anvender tommelfingerregler i praksis, og han mener at illikviditetsrabatter starter på rundt 10 %. Videre angir han at et selskap som er unotert og konjunkturfølsomt, samt har dårlig likviditet, lav omsetning og en majoritetseier, har en høy illikviditetsrabatt på ca. 30-40 % (Kinserdal, 2015). For Posten Norge trekker faktorer som god likviditet, lav konjunkturfølsomhet og fremtidig børsnotering med langsiktige eiere i retning av en lav illikviditetsrabatt, mens det at staten fortsatt vil være en majoritetseier trekker i retning av en høy illikviditetsrabatt. Ut fra dette velger vi en illikviditetsrabatt på 15 % for Posten Norge.

10.3. Statsrabatt

Posten Norge er et 100% statlig eid aksjeselskap. Staten som eier kan ha andre interesser enn kun bedriftsøkonomisk profittmaksimering. I Postens tilfelle har staten interesse av å opprettholde et landsdekkende posttilbud. I forbindelse med verdsettelsen av egenkapitalen kan det derfor være aktuelt å undersøke om hvem som eier aksjen har betydning for selskapets lønnsomhet, og om det i beregningen av egenkapitalverdien bør legges til en ”statsrabatt”.

I et aksjeselskap har eierne av aksjene ansatt en ledelse som driver den daglige driften av selskapet. I den forbindelse kan det oppstå et agent-prinsipal problem, hvor ledelsen (agent) ikke nødvendigvis opptrer i samsvar med eiernes (prinsipal) interesser. For å overvåke ledelsen har eierne derfor ansatt et styre. Det er kostbart for eierne å få styret til og overvåke ledelsen tilstrekkelig, og det blir spesielt kostbart for eierne dersom eierskapet er spredd på mange eiere. Dette er fordi eierne må påta seg hele kostnaden med overvåkingen, men kun vil få en del av gevinsten. Ved høy konsentrasjon av eierskap blir gevinsten større, og det øker incentivet til eierne for å overvåke ledelsen.

Her eier staten 100% av aksjene, og følgelig skulle staten ha hatt et stort incentiv til å overvåke. Staten skiller seg likevel ut som eier, ettersom staten har god likviditet og ikke trenger pengene i samme grad som en privatperson. Dermed har statens overvåking en tendens til å bli lav. Et eksempel på konsekvensene av manglende overvåking er panama-papirene og DNBs involvering. Grünfeld og Jakobsen (2006) påpeker at dette er det argumentet som normalt trekkes frem i diskusjonen om statlig eierskap, nemlig at staten ikke har residualt resultatansvar. De skriver at:

Siden politikere og offentlige byråkrater har full beslutningsmyndighet over selskapene de eier, uten at de må bære de økonomiske konsekvensene av sine egne beslutninger, er det fare for at de opptrer på en måte som ikke er til gagn for eierne – landets innbyggere. (2006, s. 37).

Bøhren (2006) har forsket på hvilke eiere som tilfører selskapene de investerer i mest verdi, og han konkluderer med at direkte eierskap gir høyere verdiskapning enn indirekte eierskap. Dette fordi personlige direkte eiere er mer engasjert i selskapet. Det gjelder uavhengig av om det indirekte eierskapet er privat eller statlig, men statlig eierskap vil per definisjon være indirekte eierskap. Indirekte eiere vil ofte være passive eiere, i den forstand at de ikke sitter i

styret eller på annen måte går inn for å øke verdien til selskapet, og følgelig vil verdiskapningen deres være lav. Dersom de største eierne er passive, vil incentivet for styret til å overvåke ledelsen være minimal. Når den største eieren i tillegg er staten, og aksjene dermed ikke er i omløp, vil denne effekten være svært tydelig, da ingen vil ha mulighet til å kjøpe aksjene og endre selskapets kurs.

Økonomisk teori tilsier at staten som eier har mindre incentiv til å overvåke ledelsen, og at det derfor er fare for at statlige selskaper er mindre lønnsomme enn andre selskaper. Ødegaard (2009) har undersøkt empirisk om dette stemmer i praksis. Han undersøkte hvordan eierskap påvirket lønnsomheten til statlige selskaper som var notert på Oslo Børs i perioden 1989-2007. Ødegaard gjennomførte en regresjonsanalyse med lønnsomhet, målt ved Tobins Q som den avhengige variabelen, og statlig eierskap som en av forklaringsvariablene. Resultatet var en negativ sammenheng mellom statlig eierskap og lønnsomhet, men variabelen statlig eierskap hadde kun signifikant utsagnskraft i perioden 1989-1997. I de andre periodene var forskjellene for små til å gi signifikant utsagnskraft. Dette stemmer overens med Lie mfl. sin påstand om at:

De fleste eksemplene på virkelig dårlig statlig eierskap i Norge ligger noen tiår tilbake i tid, og er knyttet til selskaper hvor staten var eneeier. En hovedårsak til problemene var at det ikke ble trukket et tilstrekkelig klart skille mellom politikk og bedriftsstyring. [...] Utviklingen av det moderne profesjonaliserte statlige eierskapet i Norge, og da med hovedvekt på børsnoterte selskaper, har imidlertid fungert bra. (2014, s.39).

Ødegaard undersøkte også hvorvidt statlige selskaper hadde en mer- eller mindre avkastning, og konkluderte med at det ikke var en statistisk signifikant sammenheng mellom avkastning og statlig eierskap når avkastningen ble risikjustert. Ødegaard konkluderte dermed med at det ikke var grunnlag for å si at statlige aksjeselskaper presterer dårligere enn andre aksjeselskaper, men han undersøkte ikke direkte om det likevel ble gitt en statsrabatt ved børsnotering ettersom han kun så på lønnsomheten etter at selskapene var børsnotert.

Det er også andre forskere som har undersøkt sammenhengen mellom eierskap og lønnsomhet, og hvor konklusjonene ikke nødvendigvis samsvarer med Ødegaards konklusjon. Boardman og Vining (1989) forsket på lønnsomheten til private- og statlige selskaper, samt selskaper med både privat og statlig eierskap. Selskapene de brukte var de 500 største ikke-amerikanske selskapene i verden som opererte i konkurranseutsatte markeder. Her fant de en

statistisk signifikant negativ sammenheng mellom statlig eierskap og lønnsomhet, hvor både statlige og blandede selskaper var mindre lønnsomme enn private selskaper. Denne studien taler for at det bør legges til en statsrabatt, men er ikke direkte i strid med funnene til Ødegaard. Studien er fra 1989, og i denne perioden var lønnsomheten til statlige selskaper lav også i Norge. Ødegaard fant at det var en signifikant negativ sammenheng mellom statlig eierskap og lønnsomhet i perioden 1989-1997, men at den signifikante utsagnskraften forsvant dersom man tok i bruk data fra nyere tid. Dersom Boardman og Vining sin studie hadde blitt gjennomført på nyere data, er det ikke sikkert konklusjonen ville blitt den samme. Vi har derfor valgt å ta utgangspunkt i Ødegaard sin studie, da denne tar i bruk nyere data. I tillegg forsket Ødegaard direkte på norske selskaper, da norske statlige selskaper i den grad de er børsnotert, stort sett er notert på Oslo Børs. Den norske stat har vist seg å være annerledes enn andre stater, for eksempel ved håndteringen av Statens pensjonsfond utland. Det kan tenkes at den norske stat er bedre egnet som eier enn andre stater. Dette er imidlertid ikke undersøkt nærmere.

I tillegg til faren for at staten som eier ikke overvåker ledelsen godt nok, er det også en fare for at staten skal utnytte sin posisjon til å skaffe seg selv fordeler på bekostning av selskapets beste, eventuelt på bekostning av minoritetsinteressenter. Dette har i den senere tid blitt svært vanskelig å gjøre, ettersom det finnes klare retningslinjer på hvordan staten skal opptre som eier. Det finnes også lover og regler som skal hindre at staten favoriserer nasjonale foretak. Dette er en av årsakene til hvorfor staten bruker en anbudsprosess når de for eksempel skal velge leverandører. For private eiere er det ikke tilsvarende regler, og som Lie mfl. påpeker:

Odd Reitan, Stein Erik Hagen og Kjell Inge Røkke kan godt gi viktige posisjoner til nære venner og slektninger, eller bruke penger på fotballstadion i hjembyen. En statsråd eller komiteleder på Stortinget bør ikke gå inn for det samme, med mindre man i full åpenhet kan gi aldeles overbevisende argumenter for at bedriften selv er tjent med dette. (2014, s.41)

Dermed kan det argumenteres for at staten som eier faktisk kan redusere slike tilfeller av maktmisbruk.

Et annet område hvor det er fare for at staten blander sin rolle som politikktøver og eier er utbyttepolitikken. Utbytte fra Posten Norge inngår som en inntekt i statsbudsjettet, og følgelig vil staten kunne ha interesse av økt utbytte. Staten har en utbyttepolitikk som sier at opptil 50 % av konsernets overskudd etter skatt kan tas ut som utbytte, men det skal gjøres en vurdering

av egenkapitalen og likviditeten i selskapet, for å sikre et forsvarlig nivå på selskapets risiko (Posten Norge, 2016, s. 15). Tormod Hermansen fra Hermansen Consulting (2011) hevder blant annet at måten utbyttet bestemmes på har gjort staten til ”en uforutsigbar eier som snarere maksimerer utbyttet år for år, enn å anlegge et langsiktig avkastnings-synspunkt”. Dersom utbyttepolitikken er ugunstig, og reinvesteringen i selskapet for lav, bør dette komme til uttrykk gjennom lavere lønnsomhet. Ettersom det ikke er grunnlag for å si at statlige selskaper er mindre lønnsomme enn andre selskaper, taler dette for at utbyttepolitikken til staten er god, og at staten gjør en god jobb i å balansere statens og selskapets interesser. Staten eier dessuten ofte store og modne selskaper som ofte har begrensede investeringsmuligheter, og hvor et høyt utbytte dermed vil være å foretrekke. Likevel er det ikke mulig å si noe om hvorvidt statlige selskaper kunne vært mer lønnsomme enn andre selskaper dersom utbytte hadde vært lavere.

Alt i alt, vil det være både fordeler og ulemper ved å ha staten som eier. Dette har igjen ført til en usikkerhet i hvorvidt det er en overvekt av positive eller negative konsekvenser ved å ha staten som eier. En undersøkelse gjennomført av PwC (2014, s. 21) blant medlemmer i Norsk Finansanalytikerforening (NFF) viser at analytikerne er uenige om hvilken effekt statlig eierskap har, men flertallet mener at det ikke har noen betydning.

Frykten for at staten er en passiv eier med lite incentiv til å øke lønnsomheten, kombinert med bekymringen for at staten skal misbruke sin posisjon til å ta valg som ikke er i selskapets beste interesse, har ført til at det har oppstått en diskusjon om hvorvidt det finnes en statsrabatt. I dag er denne diskusjonen mindre aktuell, ettersom rolledelingen mellom statens ulike roller, har blitt klarere definert gjennom retningslinjer, lover og regler. Næringsminister, Monica Mæland, har dessuten uttalt at regjeringen ønsker å legge til rette for verdiskapning, og at ”Statlig eierskap [...] skal utøves på en profesjonell og ansvarlig måte” (Fiskeri- og næringsdepartementet, 2014, s.3). Dermed er det lite som peker på at det i dag finnes en statsrabatt for norske statseide selskaper, noe flertallet av analytikerne fra NFF er enige i. Vi har derfor valgt å ikke gi en statsrabatt.

10.4. Egenkapitalverdi

Fremtidsprognosene våre gir en total kapitalverdi på 45 044 MNOK. Når det justeres for netto finansiell gjeld og fremførbart underskudd blir egenkapitalverdien før rabatter 38 926 MNOK,

og etter rabatter 33 087 NOK. I følsomhetsanalysen kom vi frem til at totalkapitalen vil ligge mellom 36 000 MNOK og 56 000 MNOK. Tilsvarende vil egenkapitalverdien ligge mellom 25 400 MNOK og 42 400 MNOK.

Totalkapitalverdi	kr 45 044
Netto finansiell gjeld	kr 6 135
FFU	kr 17
Egenkapitalverdi	kr 38 926
Illikviditetsrabatt	kr 5 839
Statsrabatt	kr 0
Markedsverdi EK	kr 33 087

Figur 38: Beregning av egenkapitalverdi, egenkomponert

11. Konklusjon

I denne utredningen har vi funnet markedsverdien til Posten Norges egenkapital, gitt at selskapet blir børsnotert, ved hjelp av fundamental verdsettelse og tilhørende strategiske og regnskapsmessige analyser. Estimater vi kom frem til var på 33 087 MNOK.

Posten Norges totalkapitalverdi er estimert til 45 044. Dette gir en EV/EBITDAR-multippel på 16,98 noe som er langt over bransjegjennomsnittet i Europa på 9,18. Dette tyder på at selskapets verdi kan være overvurdert. Årsaken til dette kan være at vi har vært for optimistiske i våre fremtidsprognoser. Dette er generelt en vanlig fallgrube for analytikere. Den høye verdien kan likevel forsvares med høye vekstutsikter for e-handel, sterkt merkenavn og stor- og samdriftsfordeler. Samtidig må det ikke legges for mye vekt på denne multippelen, ettersom den ikke tar hensyn til forskjeller i fremtidig investeringsbehov og Posten Norges investeringsbehov ikke er sammenlignbart med det gjennomsnittlige investeringsbehovet i Europa. I tillegg har vi kun tatt i bruk én multippel ettersom Posten Norge ikke er børsnotert. For å kunne stole på en multippelanalyse bør man ta i bruk flere multipler.

En annen faktor som skaper usikkerhet rundt egenkapitalestimatet er behandlingen av leieavtaler. Balanseverdien for operasjonelle leieavtaler er her estimert, og metoden som er brukt gjør at det er en fare for at balanseverdien er undervurdert. Dersom det er tilfellet vil dette påvirke markedsverdien på egenkapitalen negativt.

Egenkapitalestimatet bygger på en rekke forutsetninger og estimerte variabler, og følsomhetsanalysen viser at egenkapitalverdien er svært sensitivt for endringer i disse variablene. Spesielt er egenkapitalverdien sensitiv for endringer i avkastningskravet, og da særlig endringer i markedsrisikopremien og/eller egenkapitalbetaen. På grunn av den store usikkerheten finner vi det fornuftig å predikere et intervall som egenkapitalverdien trolig vil ligge innenfor, fremfor kun å estimere en spesifikk verdi. Ut fra vår analyse vil egenkapitalverdien ligge mellom 25 400 MNOK og 42 400 MNOK.

12. Litteraturliste

Bøker

Berk, J. og DeMarzo, P. (2014) *Corporate Finance*. 3.utg. Harlow: Pearson.

Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M. og Schaefer, S. (2013) *Economics of strategy*. 6. utg. Hoboken, NJ: Wiley.

Grünfeld, L.A. og Jakobsen E.W. (2006) *Hvem eier Norge?* Oslo: Universitetsforlaget

Johnson, G., Scholes, K. og Whittington, R. (2011) *Exploring strategy*. 9. utg. Harlow: FT Prentice Hall/Pearson.

Kaldestad, Y. og Møller, B. (2011). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskap*. Oslo: Fagbokforlaget.

Koller, T., Goedhart, M. og Wessels, D. (2015) *VALUATION*. Hoboken: Wiley.

Lie, E., Myklebust, E. og Norvik, H. (2014) *Staten som kapitalist: Rikdom og eierskap for det 21. århundre*. Oslo: Pax

Nettsider

Bring (2016) *Alltid relevant*. E-handelsrapporten 2015. Oslo: Posten Norge. Tilgjengelig fra: <http://www.bring.no/radgivning/netthandel/tips-og-trender/e-handelsrapporten-2015-i-kortetrekke> [Lest 5.april 2016].

Damodaran, A. (2005a) *Dealing with Cash, Cross Holdings and Other Non-Operating Assets: Approaches and Implications*, [Internett]. Stern School of Business. Tilgjengelig fra: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/cashvaluation.pdf> [Lest 17.03.2016].

Damodaran, A. (2015) *Equity risk premiums: Determinants, Estimation and Implications, i: Social Science research network* [Internett] Tilgjengelig fra: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [Lest 03.03.2016].

Damodaran, A. (2016 a) *Cash.xls* [Internett]. Stern School of Business. Tilgjengelig fra: https://www.google.no/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=3&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwjgqK248fLAhUiMJoKHXniAaYQFggvMAI&url=http%3A%2F%2Fwww.stern.nyu.edu%2F~adamodar%2Fpc%2Fdatasets%2Fcash.xls&usq=AFQjCNFFVGEExwAsv09xh6xoG_eiLrQO6g&sig2=XXhSdZ9Un6WYOkUfw-qsIA [Lest 17.03.2016].

Damodaran, A (2016 b) *Levered and Unlevered Betas by Industry – Europe*. [Internett] Tilgjengelig fra: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html [Lest 03.03.2016].

Damodaran, A. (2016 c) *Value/EBIT & Value/EBITDA Multiples by Industry – Europe* [Internett]. Tilgjengelig fra: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html [Lest 01.04.2016].

DB Schenker (2014) *DB Schenker i Norden* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.logistics.dbschenker.no/log-no-no/omdbschenker/norden.html> [Lest 19.01.2016].

DHL (u.å.) *Landsprofil for Norge* [Internett]. Tilgjengelig fra: http://www.dhl.no/no/country_profile.html [Lest 19.01.2016].

Digipost.no (u.å.) *Private* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://www.digipost.no/> [Lest 14.04.2016].

DN.no (2012) Posten må betale bot på 83 millioner kroner. *Dagens Næringsliv* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2012/04/18/posten-ma-betale-bot-pa-83-millioner> [Lest 23. februar 2016].

dpdhl.com (u.å.) *The History of Deutsche Post DHL* [Internett]. Tilgjengelig fra: http://www.dpdhl.com/en/about_us/history.html [Lest 28.01.2016].

Europa.eu (u.å. a) *EU postal legislation* [Internett]. Tilgjengelig fra:
http://ec.europa.eu/growth/sectors/postal-services/legislation/index_en.htm [Lest 22.01.2016].

Europa.eu (u.å. b) *The EU in brief* [Internett]. Tilgjengelig fra:
http://europa.eu/about-eu/basic-information/about/index_en.htm [Lest 22.01.2016].

Halvorsen, M. (2014) Staten skal ikke eie bare for å eie. *Dagens Næringsliv*. [Internett], 10. juni 2014. Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2014/06/10/Norge/-staten-skal-ikke-eie-bare-for--eie> [Lest 16. mars 2016].

Halvorsen, M og Lindeberg, A. (2014) Ingen verdi for den norske stat å være eier i Statoil. *Dagens Næringsliv*. [Internett], 20. juni 2014. Tilgjengelig fra:
<http://www.dn.no/nyheter/politikkSamfunn/2014/06/20/Statlig-eierskap/-ingen-verdi-for-den-norske-stat--vre-eier-i-statoil> [Lest 16. mars 2016].

Handelshøyskolen BI (2015) *Resultater 2015* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/resultater-2015/> [Lest 24.02.2015].

Horten, B. (2015) *Internettbruken blant eldre skal økes*. [Internett] Seniorportalen.no
Tilgjengelig fra: <http://seniorportalen.no/2015/internettbruken-blant-eldre-skal-okes/> [Lest 5.april 2016].

Jørstad, H. (u.å.) *Rutebok i digital drakt* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<http://www.postennorge.no/innovasjon/tjenester/enklere-arbeidshverdag-med-rutebok-pa-mobil> [Lest 23.02.2016].

Knudsen, K. (2012) Se når ditt postkontor legges ned. *NRK* [Internett], 21.september.
Tilgjengelig fra: <http://www.nrk.no/hordaland/sjekk-nar-ditt-postkontor-nedlegges-1.8330534>
[Lest 23.02.2016].

Konkurransetilsynet.no (2009) *Høring- Rapport om konsekvenser av full liberalisering av postmarkedet* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<http://www.konkurransetilsynet.no/globalassets/vedtak-og-uttalelser/uttalelser/2009/horing---rapport-om-konsekvenser-av-full-liberalisering-av-postmarkedet.pdf> [Lest 26.01.2016].

Lindeberg, A. (2014) Dette mister staten kontroll på. *Dagens Næringsliv*. [Internett], 20. juni 2014. Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/nyheter/politikkSamfunn/2014/06/20/Statlig-eierskap/dette-mister-staten-kontroll-p> [Lest 16. mars 2016].

Netthandel.no (2015) *Spår færre nettbutikker og leverandører* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://netthandel.no/spar-faerre-nettbutikker-og-leverandorer/> [Lest 26.01.2016].

Norges Bank (u.å. a.) *Statsobligasjoner Daglige noteringer* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/> [Lest 03.04.2016].

Norges Bank (u.å. b.) *STYRINGSRENTEN*, [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/> [Lest 04.04.2016].

Norpost (u.å) *Tjenester* [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.norpost.no/#!/tjenester/c1wmc> [Lest 27.01.2016].

Norsk design- og arkitektursenter (2015) *Dette er merket for god design* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://doga.no/nyhet/hva-er-merket> [Lest 23.02.2016].

Norsk Elbilforening (2012) *125 nye elbiler bestilt av Posten* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.elbil.no/nyheter/elbilisme/638-125-nye-elbiler-bestilt-til-posten> [Lest 26.01.2016].

NTB. (2016) DNB vil åpne for netthandel med Vipps. *Dagens Næringsliv* [Internett]. 27. januar. Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/nyheter/finans/2016/01/27/0828/dnb-vil-pne-for-netthandel-med-vipps> [Lest 02.05.2016].

Nærings- og fiskeridepartementet (2014) *Statens eierberetning 2014*. [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/contentassets/459cfd3bfaad4f6abe4437d91c0f890a/statens-eierberetning-2014.pdf> [Lest 09.03.2016].

OECD.org (u.å.) *Nominal GDP forecast*, [Internett]. Tilgjengelig fra:
<https://data.oecd.org/gdp/nominal-gdp-forecast.htm#indicator-chart> [Lest 25.01.2016].

Oslo Economics (2010) *Leveringsplikt på postområdet* [Internett]. Tilgjengelig fra:
https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/sd/vedlegg/post/postrapport_leveringsplikt.pdf [Lest 20.01.2016].

Oslo Economics (2015) *Statlig kjøp av posttjenester frem mot 2025* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<https://www.regjeringen.no/contentassets/a6dd2e7d761d41e8829db3a5948b1e04/postkom-vedlegg-2.pdf> [Lest 21.01.2016].

Post & Parcel (u.å.) *Company profil: PostNL* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<http://postandparcel.info/55769/directory/postnl/> [Lest 18.01.2016].

Posten.no (u.å.) *Om Posten* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<http://www.postennorge.no/om-posten> [Lest 19.01.2016].

Posten.no (2010) *Teknologi og trivsel på terminalen* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<http://www.postennorge.no/innovasjon/jobbe-smartere/artikler/arnestedet-for-kontinuerlig-forbedring> [Lest 26.01.2016].

Posten.no (2014) *Digipost valgt som fremtidens digitale postkasse* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.posten.no/483658/digipost-valgt-som-fremtidens-digitale-postkasse> [Lest 23.02.2016].

Posten.no (2016) *Regjeringen foreslår flere endringer for Posten* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<http://www.posten.no/740072/regjeringen-foreslar-flere-endringer-for-posten> [Lest 12.05.2016].

Postennorge.no (u.å.) *Innovasjon* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<http://www.postennorge.no/innovasjon> [Lest 01.03.2016].

Postennorge.no (2012) Flere postkontor blir post i butikk [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.postennorge.no/nyheter-og-media/nyhetsarkiv/nyhetsarkiv/flere-postkontor-blir-post-i-butikk> [Lest 19.02.2016].

Posti.com (u.å.) *Posti in Brief* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.posti.com/postigroup/postiinbrief/> [Lest 24.03.2016].

PostNord (2014 a) *E-handelen i Norden i 2015* [Internett]. Tilgjengelig fra: http://www.postnord.no/nb/om-postnord/nyheter-og-presse/Documents/E-handelen_i_Norden_2015.pdf [Lest 22.01.2016].

PostNord (2013 a) *Nordisk logistikkbarometer 2013* [Internett]. Tilgjengelig fra: http://www.postnord.com/logbar2013/no/Logistikbarometern_2013_NO.pdf [Lest 22.01.2016].

Postnord.no (u.å) *Om PostNord* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.postnord.no/nb/om-postnord/Sider/Om-oss.aspx> [Lest 19.01.2016].

PwC (2014) *Risikopremien i det norske markedet 2013 og 2014* [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremien-2013-2014.pdf> [Lest 03.03.2016].

Regjeringen.no (2015 a) *Midlertidig konsesjon for Posten* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/midlertidig-konsesjon-for-posten/id2469006/> [Lest 18.01.2016].

Regjeringen.no (2015 b) *Staten tar nå i bruk digital postkasse* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/staten-tar-na-i-bruk-digital-postkasse/id2362340/> [Lest 18.01.2016].

Reiakvam, L.K. & Solheim, H. (2013) *Sammenlikning av gjeldsbelastningen i fire nordiske land*. Staff Memo 5. Norge Bank. Tilgjengelig fra: http://www.norges-bank.no/pages/93708/Staff_memo_2013_05.pdf [Lest 13.04.2016].

Skatteministeriet.dk (2015) *Virksomhedsskatteloven* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.skm.dk/skattetal/satser/satser-og-beloebsgraenser/virksomhedsskatteloven> [Lest 15.03.2016].

Skomakerstuen, B. (2016) *Ny allianse åpner nye dører for norske nettbutikker* [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://netthandel.no/ny-allianse-apner-doren-for-norske-nettbutikker/> [Lest 13.04.2016].

Statistisk sentralbyrå (2015) *Flyttinger, 2014* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.ssb.no/befolkning/statistikker/flytting> [Lest 21.01.2016].

Sundberg, J.D. (2014) Posten vant navnesak mot nettknøtt. *E24* [Internett], 2. januar. Tilgjengelig fra: <http://e24.no/lov-og-rett/posten-vant-navnesak-mot-nettknoett/22692294> [Lest 24.02.2015]

Takla, E. (2015) Overraskende sterk vekst i svensk økonomi. *Dagens Næringsliv* [Internett], 30. november. Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/nyheter/okonomi/2015/11/30/0931/Sverige/overraskende-sterk-vekst-i-svensk-konomi> [Lest 05.05.2016].

Teknisk Ukeblad (2014) Frykten for arbeidslivet i IT-bransjen er alvorlig. *Teknisk ukeblad* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.tu.no/it/2014/08/21/-frykten-for-arbeidslivet-i-it-bransjen-er-alvorlig> [Lest 26.01.2016].

Thalberg, J. (2015) *Det digitale fossen frem i 2015 fastslår våre ferske prognoser*. [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.carat.no/Nyheter/INNSIKT/Det-digitale-fossen-frem-i-2015-fastslaar-vaare-ferske-prognoser> [Lest 26.01.2016].

Transaksjonsadvokater.no (u.å.) *Skattereform 2016-2018* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.transaksjonsadvokater.no/skattereform-2016-2018/> [Lest 15.03.2016]

Valutakurser.no (u.å.) *Kursutvikling/grafar* [Internett]. Tilgjengelig fra:

<http://www.valutakurser.no/kursutvikling.php> [Lest 25.01.2016].

Virke (2016) *E-handelsrapport 2015*. Oslo: Virke. Tilgjengelig fra:

<http://www.virkepluss.no/nettbutikk/publikasjoner/Documents/Virke%20eHANDELSRAPPORT%202015.pdf> [Lest 5.april 2016].

Zachariassen, E. (2014) Disse får levere posten digitalt. *Teknisk ukeblad* [Internett].

Tilgjengelig fra: <http://www.tu.no/artikler/disse-far-levere-posten-digitalt/232269> [Lest 23.02.2016].

Meldinger og proposisjoner til Stortinget

Prop. 109 L (2014-2015) *Lov om posttjenester (postloven)*.

Tidsskrifter

Boardman, A. E. og Vining, A.R. (1989), Ownership and performance in competitive environments: a comparison of the performance of private, mixed and state-owned enterprises.

The Journal of Law & Economics [Internett], 32 (1) s. 1-33, University of Chicago,

Tilgjengelig fra: <http://www.jstor.org/stable/725378> [Lest 10.03.2016].

Bøhren, Ø. (2006) Eierskap og lønnsomhet, *Praktisk økonomi og finans* [Internett], 23 (3) s.

91-103, Tilgjengelig fra:

https://www.idunn.no/file/pdf/33227353/eierskap_og_lonnsomhet1.pdf [Lest 09.03.2016].

Chen, R.R. (2012) Valuing a Liquidity Discount. *The Journal Of Fixed Income*, Winter.

Tilgjengelig fra: <http://www.columbia.edu/~hz2244/risk/JFI-CHEN.PDF> [Lest 05.04.2016].

Graham, J.R. og Harvey, C. (2001) The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics* [Internett], 60(2-3) s. 187-243. DOI:

[10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)

Hermansen, T. (2011) Staten som forretningsdrivende og som eier av forretningsdrivende virksomhet. *Nordisk Administrativt Tidsskrift* [Internett] 88(3) s.189-201. Tilgjengelig fra: https://www.djoef-forlag.dk/sites/nat/files/2011/2011_3/3_2011_2.pdf [Lest 08.03.2016].

Nyquist, T. og Aamelfot, T.H. (2008) Alt du trenger å vite om utsatt skattefordel, *Estate Magasin* [Internett], s. 60. Tilgjengelig fra: http://public.deloitte.no/images/Real_estate/Utsatt_skattefordel.pdf [Lest 02.02.2016].

OECD (2015) General assessment of the macroeconomic situation, *OECD Economic Outlook, Volume 2015 Issue 2* [Internett], DOI: 10.1787/eco_outlook-v2015-2-2-en

Schølberg, O. (2009) Finansteori anvendt i praksis. *Magma* [Internett], 12 (8). Tilgjengelig fra: <https://www.magma.no/finansteori-anvendt-i-praksis> [Lest 02.06.2016].

Ødegaard, B.A. (2009) Statlig eierskap på Oslo Børs, *Praktisk økonomi og finans* [Internett], 25 (4), s.71-90, Tilgjengelig fra: <https://www.idunn.no/file/pdf/38236936/art02.pdf> [Lest 09.03.2016].

Årsrapporter

Posten Norge (2016) Års- og bærekraftrapport 2015

Posten Norge (2015) Års- og bærekraftrapport 2014

Posten Norge (2014) Års- og bærekraftrapport 2013

Posten Norge (2013) Års- og bærekraftrapport 2012

Posten Norge (2012) Års- og bærekraftrapport 2011

Posten Norge (2009) Års- og bærekraftrapport 2008

Posti (2016) Annual Report and Corporate Sustainability Report 2015

Posti (2015) Annual Report and Corporate Sustainability Report 2014

Posti (2014) Annual Report and Corporate Sustainability Report 2013

PostNord (2016) Annual and Sustainability Report 2015

PostNord (2015) Annual and Sustainability Report 2014

PostNord (2014 b) Annual Report 2013

PostNord (2013 b) Annual Report and Sustainability Report 2012

PostNord (2012) Annual Report with Sustainability Report 2011

Upublisert materiale

Damodaran, A. (2005b) Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount [Upublisert manuskript]. Finance Department, Stern School of Business.

Hertz, S. (2014) ASG and Danzas – *A Strategic Alliance (A teaching case)* [Upublisert manuskript]. Stockholm School of Economics.

Kinserdal, F., (2015) Forelesninger i BUS425 Regnskapsanalyse og verdsettelse, NHH

Knivsflå, K.H., (2016) Forelesninger I BUS440 Rekneskapsanalyse og verdivurdering, NHH

13. Vedlegg

13.1. Figurliste

Figur 1: Porter's five forces, egenkomponert

Figur 2: Utvikling i BNP for de nordiske landene, OECD

Figur 3: Prognose over fremtidig styringsrente, Norges Bank

Figur 4: Valutakursutvikling USD/NOK, Valutakurser.no

Figur 5: Valutakursutvikling GDP/NOK, Valutakurser.no

Figur 6: Valutakursutvikling EUR/NOK, Valutakurser.no

Figur 7: VRIO, egenkomponert

Figur 8: VRIO for Posten Norge, egenkomponert

Figur 9: Omgruppering av balansen, Kinserdal

Figur 10: Oversikt over likvide midler, egenkomponert

Figur 11: Likvide midler for Posten Norge, egenkomponert

Figur 12: Likvide midler for Posten Norge etter bransjgjennomsnitt, egenkomponert

Figur 13: Nåverdi operasjonelle leieavtaler, egenkomponert

Figur 14: Leiekostnad operasjonelle leieavtaler, egenkomponert

Figur 15: Omgruppert balanse, egenkomponert

Figur 16: Ujustert EBITDA, egenkomponert

Figur 17: Normalisert EBITDA, egenkomponert

Figur 18: Normalinvesteringer, egenkomponert

Figur 19: Arbeidskapital, egenkomponert

Figur 20: Arbeidskapital i prosent av omsetning, egenkomponert

Figur 21: Effektiv skattesats, Kinserdal

Figur 22: Historiske trender, egenkomponert

Figur 23: Fremtidsprognose for base case scenario, egenkomponert

Figur 24: Fremtidsprognose for worst case scenario, egenkomponert

Figur 25: Fremtidsprognose for best case scenario, egenkomponert

Figur 26: WACC uten skatt, Berk og DeMarzo

Figur 27: WACC med skatt, Berk og DeMarzo

Figur 28: Syntetisk rating, egenkomponert

Figur 29: Forventet kontantstrøm, egenkomponert

Figur 30: Tabell feilmargin kontantstrøm i steady state, egenkomponert

Figur 31: Graf feilmargin kontantstrøm i steady state, egenkomponert

Figur 32: Tabell endring i avkastningskrav, egenkomponert

Figur 33: Graf endring i avkastningskrav, egenkomponert

Figur 34: Stjernediagram for avkastningskrav, egenkomponert

Figur 35: Tabell endring i evig vekst, egenkomponert

Figur 36: Graf endring i evig vekst, egenkomponert

Figur 37: Resultat Monte Carlo simulering, egenkomponert

Figur 38: Beregning av egenkapitalverdi, egenkomponert

13.2. Normaliserte regnskap for PostNord og Posti

De normaliserte regnskapene til PostNord og Posti har presentasjonsvaluta som henholdsvis SEK og EUR. Vi har ikke endret på dette, da vi kun er interessert i prosentvise endringer, og følgelig har valuta ingen betydning.

	2011	2012	2013	2014	2015
Post	24171	23060	22012	21645	20490
Logistikk	12309	13281	15018	15717	16610
Annet	2983	2579	2503	2588	2251
Sum inntekter	39463	38920	39533	39950	39351
Lønn og personalkostnader	19110	18485	18626	18212	17624
Transportkostnader	7540	8084	8953	9832	10051
Andre driftskostnader	8923	8684	8502	8442	8420
Sum kostnader	35573	35253	36081	36486	36095
Normalisert EBITDA	3890	3667	3452	3464	3256

Normalisert regnskap for PostNord, egenkomponert

	2013	2014	2015
Post	1096,1	717,7	689,9
Logistikk	426	721,8	596,4
Annet	454,7	419,2	364
Sum inntekter	1976,8	1858,7	1650,3
Lønn og personalkostnader	885,2	847,3	754,9
Transportkostnader	572,2	526,7	437,6
Andre driftskostnader	277,4	273,6	228,7
Sum kostnader	1734,8	1647,6	1421,2
Normalisert EBITDA	242	211,1	229,1

Normalisert regnskap for Posti, egenkomponert