



Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse

Europris ASA



Erik Guddal Sunde og Lars Guddal Sunde

Veileder: Kjell Henry Knivsflå

Selvstendig arbeid, masterstudiet i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

Denne masterutredningen er en verdsettelse av egenkapitalen til Europris ASA per 29.11.2019. Fundamental verdsettelse er nyttet som hovedmetode, og komparativ verdsettelse er brukt som supplerende verdsettelsesmetode.

Det fundamentale verdiestimatet på egenkapitalen til Europris er MNOK 5500,641, hvilket tilsvarer en verdi per utestående aksje på NOK 34,066. Tilhørende pris/bok-forhold er 3,332, og tilsier at Europris forventes å skape vesentlige merverdier utover sine eiendeler i fremtiden. Strategisk rentabilitetsanalyse av Europris og bransjen, avdekket at Europris historisk har hatt en stor strategisk fordel, som består av en svært stor bransjefordel og en moderat ressursulempe. Bransjefordelen skyldes at bransjen har vært underutviklet i Norden, markedsstrukturen er konsentrert, etableringsbarrierene er store, trusselen fra substitutter er svak, og bransjen har vokst på bekostning av andre handelsbransjer. Ressursulempen skyldes at Europris har en betydelig goodwill-post i sin balanse, som gir opphav til en omløpsulempe. På sikt ventes bransjefordelen å reduseres, ved at konsentrasjonen i aktørleddet vil øke relativt til konsentrasjonen i kundeledet. Konkurransen mellom aktørene i bransjen utspiller seg i all hovedsak på pris, og økt intern rivalisering forventes å resultere i fallende marginer. Netthandel forventes videre å utgjøre et sterkere substitutt i fremtiden. Omløpsulempen til Europris ventes å gå mot paritet med bransjesnittet i fremtiden, og bransjefordelen ventes å reduseres til en stor fordel på mellomlang sikt, og til en liten fordel på lang sikt.

Det fundamentale verdiestimatet ble justert for kortsiktig konkurrisiko, og oppdatert fundamentalt verdiestimat per aksje ble NOK 33,96. Usikkerheten i verdiestimatet ble analysert ved simulering- og sensitivitetsanalyse. Analysene avdekket at verdiestimatet er spesielt sensitivt for endring i netto driftsmargin på lang sikt. Variasjonskoeffisienten ble estimert til 26,7 prosent.

Komparativ verdsettelse ble utført ved bruk av selskapskapitalmultipler, og gav et verdiestimat per aksje på NOK 30,06. Endelig verdiestimat basert på vekting av det konkursjusterte fundamentale- og det komparative verdiestimatet ble NOK 33,57. Børskurs på verdsettelsestidspunktet den 29.11.2019 var NOK 32,16. Vår handelsstrategi er følgelig HOLD.

Forord

Denne masterutredningen er skrevet som en del av masterstudiet i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole.

Motivasjonen for å skrive en masterutredning innen strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering var å kunne anvende innsikt fra flere fagområder på en praktisk problemstilling. Videre ønsket vi å skrive om en virksomhet i en dagsaktuell bransje som det tidligere ikke har vært skrevet utredninger om. Handelsnæringen er en av de viktigste næringene i Norge i forhold til sysselsetting og verdiskaping, men de senere årene har antallet fysiske butikker vært fallende. Til tross for dette har bransjen *bredt vareutvalg* opplevd sterk vekst og god lønnsomhet. Dette er også trenden internasjonalt. Dette ønsket vi å analysere nærmere. Valget falt derfor på Europris ASA, som er den største aktøren innen denne handelskategorien i Norge.

Arbeidet med masteroppgaven har vært en svært lærerik prosess, og har gitt oss verdifull kunnskap som vi vil ta med oss videre.

Avslutningsvis ønsker å rette en stor takk til vår veileder, professor Kjell Henry Knivsflå, for å ha vært svært imøtekommende gjennom hele skriveprosessen. Tusen takk for alle innspill og raske tilbakemeldinger.

Norges Handelshøyskole

Bergen, 20. desember 2019

Erik Guddal Sunde

Lars Guddal Sunde

Innholdsfortegnelse

1. INNLEDNING	10
1.1 VALG AV BRANSJE OG VIRKSOMHET	10
1.2 MÅLSETNING OG AVGRENSING.....	10
1.2.1 Målsetning.....	10
1.2.2 Avgrensning	10
1.3 STRUKTUR AV MASTERUTREDNINGEN	11
2. PRESENTASJON AV EUROPRIS OG BRANSJEN	14
2.1 EUROPRIS.....	14
2.1.1 Historien til Europris	15
2.1.2 Ledelse og organisasjonsstruktur	17
2.1.3 Europris aksjen.....	17
2.1.4 Aksjonærliste	18
2.2 PRESENTASJON AV BRANSJEN	19
2.2.1 Generelle trender i varehandelen	22
2.2.2 Fremtredende trekk ved bvu-bransjen.....	25
2.3 MAKROFORHOLD.....	28
2.3.1 Politiske forhold	28
2.3.2 Økonomiske forhold.....	32
2.3.3 Sosiokulturelle forhold	39
2.3.4 Teknologiske forhold.....	41
2.3.5 Miljømessige forhold	42
2.3.6 Legale forhold	43
2.4 KOMPARATIVE SELSKAPER OG GJENNOMSNITTSBRANSJEN	43
2.4.1 Rusta AB	44
2.4.2 Jula AB	45
2.4.3 Clas Ohlson	45
2.5 HVORDAN EUROPRIS SKILLER SEG FRA DE SAMMENLIGNBARE SELSKAPENE.....	47
3. VERDSETTELSESTEKNIKKER	50
3.1 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	50

3.1.1	<i>Egenkapitalmetoden</i>	50
3.1.2	<i>Selskapskapitalmetoden</i>	51
3.2	OPSJONSBASERT VERDIVURDERING	52
3.3	KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	53
3.3.1	<i>Multiplikatormodellen</i>	53
3.3.2	<i>Substansverdimetoden</i>	53
3.4	VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK.....	54
3.5	RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	55
4.	STRATEGISK ANALYSE.....	57
4.1	RAMMEVERK FOR DEN STRATEGISKE ANALYSEN.....	57
4.2	EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE.....	59
4.2.1	<i>PESTEL-analyse</i>	59
4.2.2	<i>Porters femkraftsmodell</i>	71
4.2.3	<i>Bransjeanalyse oppsummert</i>	88
4.3	INTERN RESSURSBASERT ANALYSE	90
4.3.1	<i>Vrio-rammeverket</i>	90
4.3.2	<i>Oppsummering av intern ressursbasert analyse</i>	98
4.4	SWOT-ANALYSE	99
4.5	OPPSUMMERING AV STRATEGISK ANALYSE.....	101
4.6	STRATEGISK VEKSTANALYSE	102
5.	REGNSKAPSANALYSE.....	104
5.1	RAMMEVERK OG PRAKTISKE VALG.....	104
5.1.1	<i>Praktiske valg</i>	104
5.1.2	<i>Rammeverk for regnskapsanalyse</i>	105
5.2	PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL.....	107
5.3	TRAILING ÅRSREGNSKAP	109
5.4	OMGRUPPERING FOR ANALYSE.....	115
5.4.1	<i>Omgruppering av resultatregnskapet</i>	115
5.4.2	<i>Omgruppering av balansen</i>	120
5.4.3	<i>Omgruppering av kontantstrøm</i>	125
5.5	MÅLEFEIL.....	125

5.5.1	<i>Analyse av målefeil og justering</i>	127
5.5.2	<i>Presentasjon av omgrupperte og justerte tall for Europris</i>	130
5.6	PRESENTASJON AV OMGRUPPERTE OG JUSTERTE TALL FOR BRANSJEN	131
5.7	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLSANALYSE	133
6.	ANALYSE AV KREDITTRISIKO	135
6.1	LIKVIDITETSANALYSE – ANALYSE AV KORTSIKTIG RISIKO	135
6.1.1	<i>Gjeldsdekning i balansen</i>	135
6.1.2	<i>Gjeldsdekning gjennom nettoresultat og kontantstrøm</i>	139
6.2	ANALYSE AV LANGSIKTIG RISIKO - SOLIDITETSANALYSE.....	140
6.2.1	<i>Egenkapitalprosent</i>	141
6.2.2	<i>Analyse av lønnsomhet</i>	142
6.2.3	<i>Analyse av kapitalstruktur</i>	143
6.3	OPPSUMMERING – SYNTETISK RATING	146
7.	HISTORISKE AVKASTNINGSKRAV	148
7.1	AVKASTNINGSKRAV TIL TOTALKAPITALEN.....	148
7.2	AVKASTNINGSKRAVET TIL EGENKAPITAL.....	149
7.2.1	<i>Risikofri rente</i>	150
7.2.2	<i>Markedets risikopremie</i>	151
7.2.3	<i>Illikviditetspremie</i>	153
7.2.4	<i>Egenkapitalbeta</i>	153
7.2.5	<i>Beta til finansiell gjeld, finansielle eiendeler, netto finansiell gjeld og netto driftskapital</i>	155
7.3	AVKASTNINGSKRAV	158
7.3.1	<i>Avkastningskrav til egenkapitalen</i>	158
7.3.2	<i>Finansielle avkastningskrav</i>	159
7.3.3	<i>Selskapskrav</i>	160
7.3.4	<i>Oversikt avkastningskrav</i>	160
8.	STRATEGISK RENTABILITETSANALYSE	161
8.1	STRATEGISK FORDEL	161
8.2	DRIFTSFORDEL.....	163

8.2.1	<i>Bransjefordel</i>	164
8.2.2	<i>Ressursfordel</i>	165
8.2.3	<i>Gearingfordel drift</i>	170
8.2.4	<i>Driftsfordel oppsummert</i>	171
8.3	FINANSIERINGSFORDEL.....	172
8.3.1	<i>Finansieringsfordel finansiell gjeld</i>	173
8.3.2	<i>Finansieringsfordel finansielle eiendeler</i>	174
8.3.3	<i>Finansieringsfordel netto finansiell gjeld</i>	174
8.3.4	<i>Oppsummering finansieringsfordel</i>	174
8.4	OPPSUMMERING STRATEGISK FORDEL	175
9.	FREMTIDSREGNSKAP	177
9.1	RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAPET	177
9.2	ANALYSE AV HISTORISK VEKST	178
9.2.1	<i>Resultatvekst</i>	178
9.2.2	<i>Kapitalvekst</i>	179
9.2.3	<i>Valg av budsjetthorisont T</i>	180
9.2.4	<i>Våre forventninger til fremtidig vekst</i>	182
9.3	BUDSJETTERING FRA 1 TIL T	183
9.3.1	<i>Driftsinntekter</i>	184
9.3.2	<i>Netto driftseiendeler</i>	186
9.3.3	<i>Netto driftsresultat</i>	187
9.3.4	<i>Netto finansiell gjeld</i>	189
9.3.5	<i>Netto finansinntekt, netto finanskostnad og netto finansresultat</i>	192
9.4	FREMTIDSREGNSKAP.....	194
9.4.1	<i>Fremtidsresultat</i>	194
9.4.2	<i>Fremtidsbalanse</i>	195
9.4.3	<i>Fremtidig kontantstrøm</i>	195
10.	FREMTIDSKRAV OG FREMTIDIG SUPERRENTABILITET	197
10.1	FREMTIDIG AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITAL.....	197
10.1.1	<i>Risikofri rente</i>	197
10.1.2	<i>Markedets risikopremie</i>	199

10.1.3	<i>Illikviditetspremie</i>	199
10.1.4	<i>Egenkapitalbeta</i>	199
10.1.5	<i>Fremtidig avkastningskrav til egenkapitalen</i>	200
10.2	FINANSIELLE AVKASTNINGSKRAV.....	200
10.2.1	<i>Avkastningskrav til finansiell gjeld</i>	200
10.2.2	<i>Avkastningskrav til finansielle eiendeler</i>	202
10.2.3	<i>Avkastningskrav til netto finansiell gjeld</i>	203
10.3	SELSKAPSKRAV.....	204
10.4	OPPSUMMERING AV FREMTIDSKRAV.....	204
10.5	ANALYSE AV FREMTIDIG SUPERRENTABILITET.....	205
11.	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	208
11.1	OVERSIKT OVER METODER OG MODELLER.....	209
11.2	EGENKAPITALMETODEN.....	209
11.2.1	<i>Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen (FKE-modellen)</i>	210
11.2.2	<i>Superprofitt til egenkapitalmodellen (SPE-modellen)</i>	211
11.2.3	<i>Superprofittvekst-modellen (ΔSPE-modellen)</i>	211
11.3	SELSKAPSKAPITALMETODEN.....	212
11.3.1	<i>Fri kontantstrøm fra drift-modellen (FKD-modellen)</i>	213
11.3.2	<i>Superprofitt fra drift-modellen (SPD-modellen)</i>	214
11.3.3	<i>Superprofittvekst fra drift modellen (ΔSPD-modellen)</i>	215
11.3.4	<i>Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital-modellen (FKS-modellen)</i>	216
11.3.5	<i>Superprofitt fra sysselsatt kapital-modellen (SPS-modellen)</i>	217
11.3.6	<i>Superprofittvekst fra sysselsatt kapital-modellen (ΔSPS-modellen)</i>	218
11.4	OPPSUMMERING AV FØRSTE VERDIESTIMAT OG KONVERGENS.....	219
11.4.1	<i>Konvergens mot endelig verdiestimat</i>	220
11.4.2	<i>Vurdering av verdiestimatet</i>	222
11.5	USIKKERHET I VERDIESTIMATET.....	224
11.5.1	<i>Verdiestimat hensyntatt kortsiktig konkursrisiko</i>	225
11.5.2	<i>Simuleringsanalyse</i>	226
11.5.3	<i>Sensitivitetsanalyse</i>	232
11.5.4	<i>Tornadoanalyse</i>	234

11.6	OPPSUMMERING AV VERDIESTIMAT OG USIKKERHET	235
12.	KOMPARATIV VERDIVURDERING	238
12.1	MULTIPLIKATORMODELLEN	239
12.2	VALG AV KOMPARATIVE VIRKSOMHETER.....	240
12.3	VALG OG BEREGNING AV MULTIPLER	241
12.3.1	<i>Pris/Bok</i>	243
12.3.2	<i>Pris/fortjeneste (Price/Earnings)</i>	244
12.3.3	<i>EV/EBITDA</i>	245
12.3.4	<i>EV/EBIT</i>	246
12.3.5	<i>EV/NDK</i>	247
12.3.6	<i>EV/Sales (EV/DI)</i>	248
12.3.7	<i>Ikke-finansielle multipler</i>	249
12.4	VERDIESTIMAT VED BRUK AV KOMPARATIV VERDSETTELSE	249
13.	OPPSUMMERING OG KONKLUSJON	252
13.1	OPPSUMMERING AV HOVEDFUNN	252
13.2	ENDELIG VERDIESTIMAT PÅ EUROPRIS-AKSJEN	254
13.3	HANDELSSTRATEGI	254
	LITTERATURLISTE	256

1. Innledning

Vi vil i dette kapitlet kort redegjøre for valg av bransje og virksomhet, formålet med utredningen, avgrensninger vi har foretatt, samt presentere strukturen for utredningen.

1.1 Valg av bransje og virksomhet

Varehandelen har gjennomgått fundamentale endringer de senere årene, og trenden har vært at fysiske butikker legges ned uten at nye etableres. Omfanget av endringene har gjort til at brytningstiden har fått sin egen benevnelse, «*Retail Apocalypse*». Til tross for dette har handelskategorien *bredt vareutvalg* opplevd sterk vekst og god lønnsomhet de senere år. Dette fattet vår interesse, og vi ønsket å undersøke de underliggende driverne til veksten og lønnsomheten i bransjen. I denne utredningen har vi derfor valgt å verdsette Europris ASA.

1.2 Målsetning og avgrensning

1.2.1 Målsetning

Målsettingen med denne utredningen er å estimere den underliggende verdien av egenkapitalen til Europris ASA per 29.11.2019, samt synliggjøre usikkerheten i verdierestimater. Verdsettelsen vil baseres på analyse av underliggende økonomiske forhold og utarbeidet fremtidsregnskap. Ved å sammenligne det endelige verdierestimater med børs kurs vil en handelsstrategi fremlegges.

1.2.2 Avgrensning

Denne utredningen er utelukkende basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Siste tilgjengelige kvartalsrapport for Europris er tredje kvartal 2019, og regnskapstallene for inneværende år er estimert av oss. Følgelig vil regnskapstallene fra selskapets endelige årsrapport for 2019 trolig avvike fra våre tall.

Av komparative virksomheter har vi valgt Clas Ohlson, Jula og Rusta, da vi anses de som nærmeste konkurrenter til Europris. Til forskjell fra Europris opererer disse selskapene også i andre land enn Norge.

På bakgrunn av mangelfullt faktagrunnlag om bransjen bredt vareutvalg i øvrige nordiske land, vil vi primært presentere bransjen med utgangspunkt i den norske bvu-bransjen.

Videre ønsker vi å presisere at de gangene vi i oppgaven skriver «i dag», kan anses for å være den 29.11. 2019, da dette er datoen vi har satt som sluttidspunkt for innhenting av offentlig informasjon.

1.3 Struktur av masterutredningen

Oppgaven følger rammeverket til Kjell Henry Knivsflå for masteroppgave i fundamental verdivurdering, slik det er presentert i kurset «*BUS440A - Verdivurdering med regnskapsanalyse*» ved Norges Handelshøyskole. Rammeverket er supplert med litteratur innen strategi, regnskapsanalyse og verdsettelse, samt andre fagområder der dette er hensiktsmessig. Vi ønsker å trekke fram Damodaran (2012), Penman (2013), Petersen mfl. (2017) og Kaldestad og Møller (2011) som nyttig litteratur for regnskapsanalyse og verdsettelse. I de delene av utredningen som bygger på strategifaget har vi i hovedsak nyttet strategilitteratur fra Barney (2014), Baardsen mfl. (2016) og Porter (2008). Utredningen består av tre hoveddeler, som igjen består av følgende kapitler og innhold:

Del 1

Kapittel 2 presenterer Europris og bransjen selskapet opererer i, samt makrofaktorer som påvirker bransjen. De komparative selskapene som utgjør gjennomsnittsvirksomheten i bransjen presenteres, og fakta om hvordan Europris med sine ressurser avviker fra gjennomsnittsvirksomheten vil fremgå.

Kapittel 3 gir en oversikt over sentrale verdsettelsesteknikker. Vi vil presentere valg av verdsettelsesteknikk for denne utredningen og tilhørende rammeverk.

I *kapittel 4* foretas en kvalitativ strategisk analyse med formål å analysere Europris sin strategiske posisjon. Analysen vil bestå av en ekstern bransjeorientert analyse der underliggende økonomiske forhold som påvirker bransjen undersøkes, samt en intern ressursbasert analyse som undersøker om Europris sine interne ressurser gir opphav til en strategisk fordel eller ulempe.

Del 2

I *kapittel 5* presenteres de rapporterte regnskapstallene til Europris og gjennomsnittsvirksomheten. Trailing årsregnskap utarbeides og regnskapet blir omgruppert og justert for verdsettelsesformål.

I *kapittel 6* analyseres kredittrisiko for Europris og gjennomsnittsbransjen gjennom analyse av kortsiktig likviditetsrisiko og langsiktig soliditetsrisiko. Basert på analysene fastsettes syntetisk rating som benyttes ved estimering av historiske avkastningskrav.

I *kapittel 7* presenteres teori for avkastningskrav, og historiske avkastningskrav fastsettes.

I *kapittel 8* analyseres historisk lønnsomhet ved strategisk rentabilitetsanalyse. Formålet med analysen er å avdekke om selskapet har en strategisk fordel eller ulempe, samt avdekke kildene.

Del 3

I *kapittel 9* utarbeides fremtidsregnskap for Europris på grunnlag av den strategiske lønnsomhetsanalysen.

I *kapittel 10* utarbeides fremtidskrav som blir benyttet i verdsettelsen.

I *kapittel 11* verdsettes Europris ASA ved fundamental verdsettelse, og usikkerheten verdiesestimateret analyseres.

I *kapittel 12* utarbeides en komparativ verdivurdering av Europris.

Kapittel 13 gir en oppsummering av resultatene som følger av analysene som er utført, og det gis en handelsstrategi basert på verdivurderingen.

2. Presentasjon av Europris og bransjen

I dette kapitlet vil vi presentere Europris og bransjen selskapet opererer i. Informasjonen som blir presentert vil være sentral for kvalitative og kvantitative analyser i utredningen, og vil utgjøre faktagrunnlaget for den strategiske analysen i kapittel 4. Kapitlet introduseres med en presentasjon av Europris og bransjen selskapet opererer i, samt generell informasjon om norsk varehandel. Deretter vil fremtredende trekk for bransjen følge. Videre gis det en oversikt over makroforhold som har innvirkning på bransjen. Dernest presenteres de komparative selskapene, og avslutningsvis vil det fremgå hvordan Europris skiller seg fra gjennomsnittsvirksomheten i bransjen.

2.1 Europris

Europris er en norsk butikkjede innen varehandelskategorien *bredt vareutvalg*. Målt etter omsetning er Europris den største aktøren på det norske markedet innen denne bransjekategorien (Europris, 2019i, s. 22). Omsetningen til selskapet var i 2018 i overkant av 5,8 milliarder kroner (Europris, 2019i, s. 54).

Europris opererer kun i Norge og selger sine varer gjennom fysiske butikker, samt på nett. Per tredje kvartal 2019 hadde kjeden 264 butikker, hvorav 230 ble drevet direkte, mens 34 var franchise-butikker (Europris, 2019h, s. 4). Selskapets nettbutikk ble åpnet i 2018 (Nettavisen, 2018).

Selskapet tilbyr produkter innen følgende tolv varekategorier: (1) *hjem og kjøkken*, (2) *dagligvarer*, (3) *hus og hage*, (4) *reiseartikler*, (5) *sport og fritid*, (6) *elektronikk*, (7) *personlig pleie*, (8) *klær og sko*, (9) *fikse selv*, (10) *godteri & snacks*, (11) *vask og rengjøring* og (12) *dyr* (Europris, 2019c).

Selskapets tok i bruk et nytt sentrallager i Moss i mai 2019, og dette skal erstatte selskapets tidligere fem lager i Fredrikstad. Sentrallageret ligger like ved tørrhavnen til Moss Havn. Sentrallageret er på 60 000 kvadratmeter (Mtlogistikk, 2019).

Europris har innkjøpssamarbeid med finske Tokmanni og svenske ÖoB, hvilket bidrar til stordriftsfordeler ved innkjøp av varer.

Europris har lojalitetsprogrammet *Europris Kundeklubb*, som gir kunden tilbud hver uke og 100 dagers åpent kjøp (Europris, 2019d)

Ved inngangen til 2019 stod egne merkevarer for 27 prosent av omsetningen til Europris, og i henhold til administrerende direktør Pål Wibe, er trenden svakt økende (Europris, 2019e).

Butikkene er utformet for å tilrettelegge for en mest mulig enkel og effektiv handleopplevelse for kunden. Dette innebærer *butikk-i-butikk*-konsept, som gjør at kunden effektivt vil kunne finne varer innen de tolv ulike produktkategoriene. Videre administreres butikkenes vareutvalg sentralt, for å sikre konsistens i produktutvalget til de ulike butikkene. Et viktig satsingspunkt for Europris er årstids- og sesongvarer, og butikkjeden tar sikte på å bli bransjens største tilbyder av sesongvarer. For å oppnå dette har butikkene i gjennomsnitt satt av et areal per butikk på 200 m² til kampanje- og sesongvarer. Europris sin forretningsmodell bygger på å tilby gode varer til lave priser, og fokus rettes mot å holde kostnadene lave. Dette innebærer å sikre effektivitet i hele verdikjeden fra fabrikk til kunde for å optimalisere innkjøp, logistikk og distribusjonsprosesser. Innkjøpene foretas i store volum hovedsakelig direkte fra leverandør.

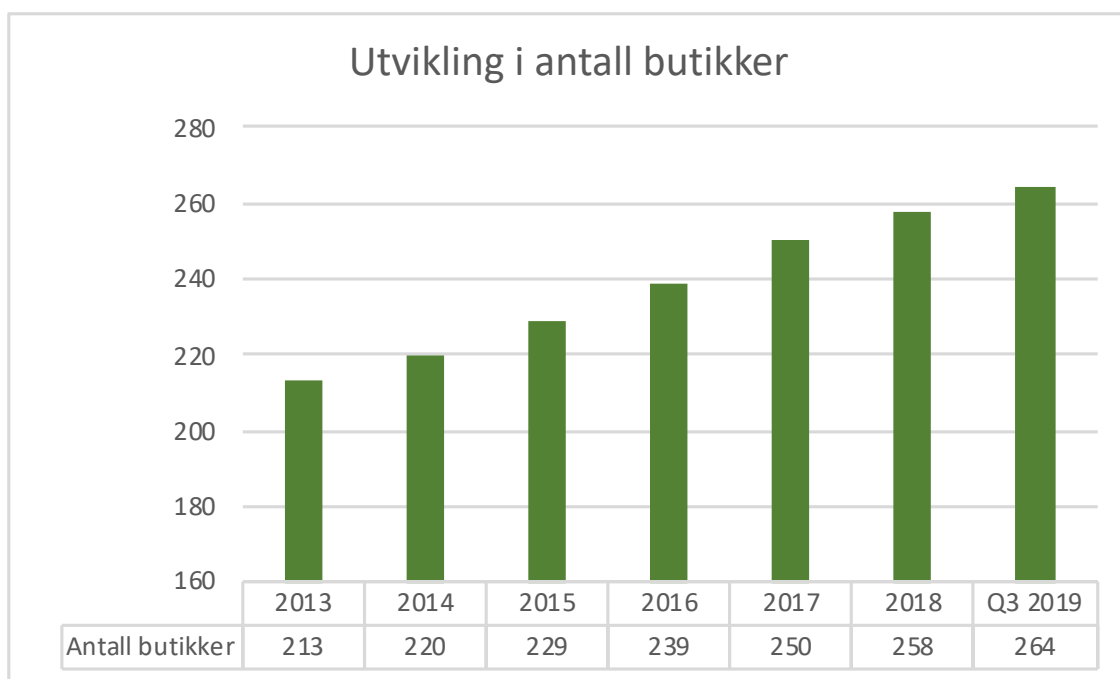
2.1.1 Historien til Europris

Europris ble grunnlagt av Wiggo Erichsen i 1992, med første butikk i Støperigaten i Stavanger (Europris, 2019b). Et år senere inngikk selskapet en grossistavtale med Terje Høili AS (Europris, 2017a, s. 37). Terje Høili AS var allerede etablert i partivarebransjen som mellom annet leverandør til Rema 1000. I år 2000 kjøpte Terje Høili AS seg opp til en eierandel på 50 prosent av Europris. Grossistavtalen med Terje Høili AS ble styrket, og selskapet ble hovedleverandør til Europris (Europris, 2019b). Ved årtusenskiftet driftet Europris 100 butikker i Norge. I 2004 kjøpte IK Investment Partners 80 prosent av Europris fra Terje Høili AS og grunnleggerne (Industri kapital, 2004). Et år senere, i 2005, åpnet Europris sin butikk nummer 150 i Norge. Den sterke veksten økte behovet for mer effektiv lagerstyring og logistikk, og i 2007 åpnet selskapet nytt sentrallager i Fredrikstad. I 2012 ble Europris nok en gang solgt, denne gang til Nordic Capital. Veksten fortsatte, og i 2012 ble varehus nummer 200 åpnet. For å effektivisere innkjøpsprosesser og oppnå stordriftsfordeler etablerte Europris

i 2013 en innkjøpsavdeling i Shanghai, strukturert som et fellesforetak med Tokmanni Group, en av de største aktørene innen bredt vareutvalg i Finland. I 2015 ble Europris notert på Oslo Børs (Europris, 2017a, s. 37). I 2018 kjøpte Europris i 20 prosent av aksjene i Runsvengruppen AB som driver kjeden ÖoB, med en opsjon på å kjøpe ytterligere 80 prosent i 2020 (Europris 2019i, s. 98). ÖoB driver med varehandel med bredt vareutvalg, og hadde ved utgangen av september 2019, 95 butikker i Sverige (Europris, 2019h, s.22). Som en del av denne transaksjonen ble ÖoB tatt med i innkjøpsamarbeidet med Europris og Tokmanni (Europris, 2019i, s.10). I mai 2019 tok Europris i bruk et nytt sentrallager i Moss (Mtlogistikk, 2019).

I 2019 åpnet Europris sin første Europris City butikk i kjøpesenteret Gunerius sentralt i Oslo. Butikken skiller seg fra de tradisjonelle Europris-butikkene ved at den er betydelig mindre enn de andre. Butikken er rett i overkant av 400 kvadratmeter, mens en gjennomsnittlig Europrisbutikk er på 1 200 kvadratmeter. Varesortimentet er tilpasset dette, og fokuset er på mindre og høyomsettelige varer. Etableringen er å anse som et pilotprosjekt, for å vurdere grunnlaget for videreutvikling av konseptet (E24, 2019).

Figur 2.1 viser utviklingen i antall butikker for Europris i perioden 2013 til tredje kvartal 2019:



Figur 2.1 - Utvikling i antall butikker, 2013 – Q3 2019 (Inkl. franchiser)

2.1.2 Ledelse og organisasjonsstruktur

Europris ledes av administrerende direktør Pål Wibe (CEO), som har hatt stillingen siden 2014. Wibe har tidligere erfaring fra detaljhandel, og har blant annet vært CEO i Nille AS og Travel Retail Norway AS. Vi finner det verdt å nevne at Wibe, gjennom sine heleide selskaper *Nordkronen AS* og *Nordkronen II AS*, eier 2 008 572 aksjer i selskapet, hvilket tilsvarer 1,2 prosent av aksjene. Espen Eldal er finansdirektør (CFO) i Europris, og har også hatt sin stilling siden 2014. Videre består konsernledelsen av ledere for Europris sine ulike forretningsenheter (Europris, 2019a).

2.1.3 Europris aksjen

Europris ASA (ticker: EPR) ble notert på Oslo Børs den 19. juni 2015 innen sektoren forbruksvarer. Tegningskurs var 45 kroner, hvilket priset selskapet til i overkant av 7,5 milliarder kroner (166 968 888 aksjer). Sluttkurs første handelsdag var 43 kroner (Oslo Børs, 2019a). Fra noteringsdato har aksjekursen hatt en negativ utvikling, og børskurs per 29.11.2019 var NOK 32,16. Figur 2.2 viser utviklingen i aksjekursen siden børsnoteringen fram til 29.11.2019.



Figur 2.2 – Historisk utvikling aksjekurs Europris ASA (Oslo Børs, 2019a)

Tabell 2.1 viser historiske avkastningstall for Europris-aksjen. Tallgrunnlaget i tabellen er hentet fra Europris ASA sine årsrapporter og fra Oslo Børs sin nettside (Oslo Børs, 2019). Europris ble børsnotert den 19.06.2015, og første kjente aksjekurs er følgelig fra denne datoen. Siste aksjekurs til bruk i utregningen for 2019, er den 29.11.2019. Tidsvektet årlig totalavkastning er beregnet som et geometrisk gjennomsnitt av totalavkastningen for de enkelte årene.

Aksjekurs og utdelt utbytte (NOK)	2015	2016	2017	2018	2019
Aksjekurs 01.01	43	43	36,9	33,4	23,15
Aksjekurs 31.12	43	36,9	33,4	23,15	32,16
Utdelt utbytte per aksje	0	1,4	2	1,7	1,85
Aksjekurs 31.12 + Utdelt utbytte per aksje	43	38,3	35,4	24,85	34,01
Årlig avkastning					
Utbytteavkastning (utdelt utbytte/aksjekurs 01.01)	NA	3,26 %	5,42 %	5,09 %	7,99 %
Avkastning ekskl. utdelt utbytte	NA	-14,19 %	-9,49 %	-30,69 %	38,92 %
Totalavkastning (utvikling i aksjekurs + utdelt utbytte)	NA	-10,93 %	-4,07 %	-25,60 %	46,91 %
Historisk tidsvektet avkastning 2015-2019					
Tidsvektet årlig totalavkastning	-1,69 %				
Tidsvektet årlig totalavkastning ekskl. utdelt utbytte	-7,00 %				

Tabell 2.1 – Avkastning 2015-2019, Europris ASA

2.1.4 Aksjonærliste

Aksjonærliste, 29. november 2019	Antall aksjer	%-vis eierskap
Folketrygdefondet	15 899 426	9,52 %
Arctic Funds Plc	8 155 917	4,88 %
Europris ASA	5 500 000	3,29 %
State Street Bank and Trust Comp	4 280 559	2,56 %
Varma Mutual Pension Insurance Co.	3 785 431	2,27 %
Verdipapirfondet Pareto Investment	3 678 000	2,20 %
Storebrand Norge I Verdipapirfond	3 294 452	1,97 %
J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A.	3 258 951	1,95 %
KLP Aksjenorge	3 243 801	1,94 %
Holberg Verdipapirfondet	3 000 000	1,80 %
SEB Prime Solutions Sissener Canop	3 000 000	1,80 %
Verdipapirfondet Norge Selektiv	2 757 785	1,65 %
Morgan Stanley & Co. International	2 703 033	1,62 %
Handelsbanken Nordiska Smabolag	2 535 000	1,52 %
Holberg Norden Verdipapirfondet	2 325 000	1,39 %
Kommunal Landspensjonskasse	2 165 265	1,30 %
J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A.	2 082 959	1,25 %
Nordkronen II AS	2 008 572	1,20 %
Verdipapirfondet Nordea Norge Verdi	1 914 466	1,15 %
Eika Spar VPF	1 846 129	1,11 %
Holmen Spesialfond	1 600 000	0,96 %
Øvrige aksjonærer	87 934 142	52,66 %
Sum aksjer	166 968 888	100,00 %

Tabell 2.2 - Aksjonærliste 29. 11. 2019 (Europris 2019g)

Insidere	Posisjon	Antall aksjer
Pål Wibe	CEO	2 008 572
Espen Eldal	CFO	600 000
Tom Vidar Rygh	Styreleder	600 000
Jan Boye Borgersen	Marketing Director	266 667
Øyvind Haakerud	Store Director	178 573
Maria Borge Andreassen	HR Director	2 365

Tabell 2.3 - Innsidere 2018, Proff (2019)

Som vi ser av aksjonærlisten i tabell 2.2 kjennetegnes eierstrukturen av et spredt eierskap, der ingen aksjonær alene oppnår kontroll, eller negativ kontroll. Den største aksjonæren er Folketrygdfondet, ”Statens pensjonsfond Norge”, som eier i overkant av 9,5 prosent av aksjene. Av insidere er det CEO, Pål Wibe som besitter den største aksjeposten. Gjennom sine heleide selskaper *Nordkronen AS* og *Nordkronen II AS*, eier han 2 008 572 aksjer i selskapet, hvilket tilsvarer 1,2 prosent av aksjene. Tabell 2.3 viser øvrige insiders aksjeholdning i henhold til Aksjonærregisteret for 2018. Sett i lys av prinsippal-agent-problematikk, ser vi det som positivt at insidere sitter på betydelige aksjeposter, da dette bidrar til interessefellesskap mellom ledelse og eiere. Videre signaliserer det tro på selskapet.

2.2 Presentasjon av bransjen

Europris opererer innen bransjekategorien *bredt vareutvalg*. En annen betegnelse som regelmessig brukes er *lavprisbransjen*. En passende beskrivelse av aktørene i bransjen er derfor *lavprisdetaljist med bredt vareutvalg*. Den engelske betegnelsen på bransjen er *discount variety retail (dvr)*. Dette er en god betegnelse, da den inkluderer begge de to bransjekarakteristikkene; (1) *lavpris* og (2) *bredt vareutvalg*. Når vi omtaler bransjen videre i utredningen vil vi nytte forkortelsen *bvu-bransjen*.

Med utgangspunkt i de to komponentene for bransjebetegnelsen vil vi nå definere hva som kjennetegner virksomheter som opererer i bransjen.

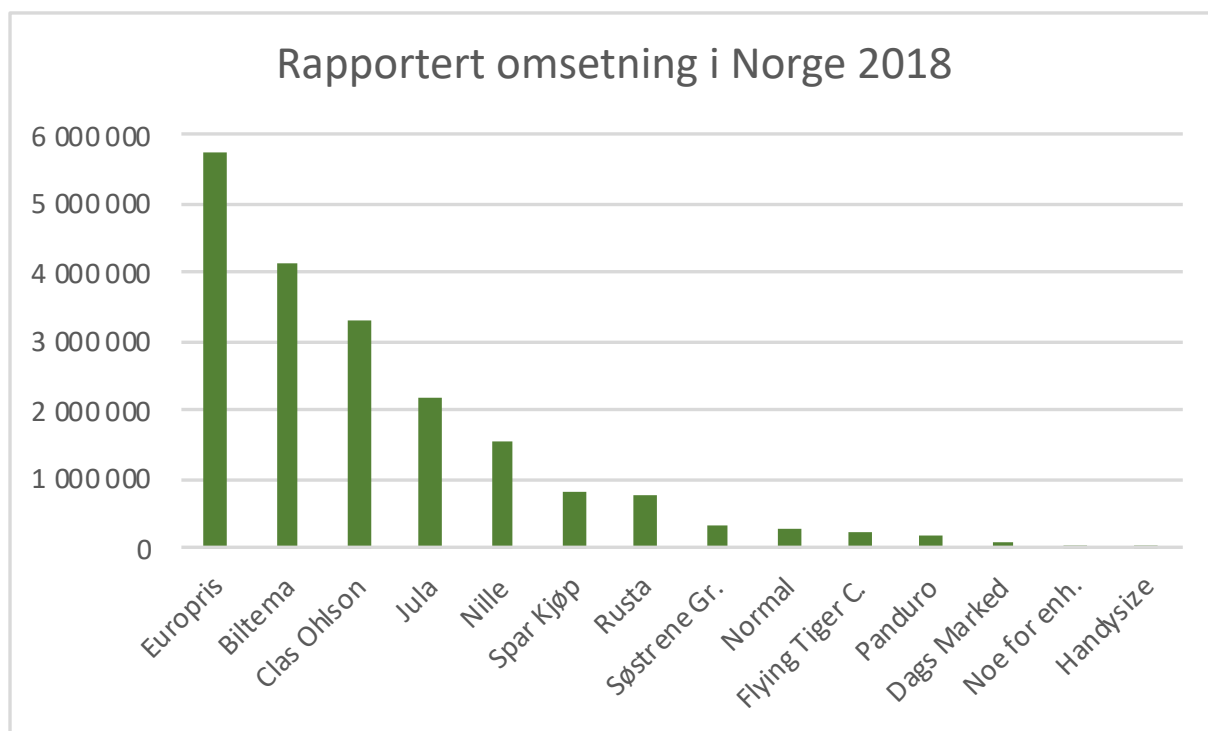
Den første komponenten, (1) *lavpris*, innebærer at bransjen selger produkter til priser som er lavere enn den typiske markedsprisen for tilsvarende, eller sammenlignbare produkter i de ulike varekategoriene.

Den andre komponenten, (2) *bredt vareutvalg*, viser til sortimentsbredden, og innebærer at virksomhetene i bransjen tilbyr produkter innen et bredt spekter av varekategorier. Dette skiller de fra faghandel, der fokus er på én eller få varekategorier.

For å presentere bvu-bransjen på en innsiktsgivende måte er det hensiktsmessig å nytte statistikk og tallstørrelser. Hovedorganisasjonen *Virke Handel* er bindeleddet mellom aktørene i norsk handelsnæring og myndighetene i Norge. Organisasjonen utarbeider egen statistikk over varehandelens utvikling innen ulike bransjer og varekategorier. I denne oppgaven er det derfor naturlig å anvende statistikk og tallstørrelser fra Virke. I tillegg vil vi bruke statistikk fra *Statistisk sentralbyrå* (SSB), transport- og logistikselskaper, med flere. Dette vil opplyses om underveis i oppgaven.

Virke sin statistikk over utviklingen i bvu-bransjen er bygget på data fra følgende virksomheter; *Europpris, Clas Ohlson, Jula, Rusta, Panduro hobby, Handysize, Nille, Noe for enhver, Spar Kjøp, Biltema, Søstrene Grene, Normal, Flying Tiger Copenhagen* og *Dags Marked*. I tallmaterialet til SSB er imidlertid ikke *Biltema, Jula* og *Normal* inkludert. Dette skyldes at Biltema og Jula er kategorisert som byggevarekjeder, og Normal er kategorisert som kosmetikk. Dette legger grunnlag for avvikende statistikk mellom SSB og Virke. Ved presentasjon av tall der Biltema, Jula og Normal ikke er inkludert, (SSB-tall) vil vi opplyse om dette.

Figur 2.3 viser rapportert omsetning for aktørenes norske virksomhet i 2018. Tallgrunnlaget i figuren er hentet fra proff.no.



Figur 2.3 - Utvalgte BVU-aktørers omsetning i Norge

Som figuren illustrerer har Europris størst markedsandel på det norske markedet i bvubransjen.

I perioden 2014 til 2018 har bransjen hatt en gjennomsnittlig årlig vekst i omsetning på 7,3 prosent, og er med det en av vekstvinnerne i norsk varehandel. Veksten har i stor grad blitt drevet av sterk vekst i antall butikker, som igjen kan knyttes til en rekke nyetableringer. I perioden 2008 til 2017 økte antall butikker i bransjen med over 44,9 prosent, og er med det bransjen i norsk varehandel med høyest prosentvis vekst i antall butikker i denne perioden (Hovedorganisasjonen Virke, 2018, s. 56). I 2018 var omsetningen til bransjen i overkant av 14 milliarder kroner (Hovedorganisasjonen Virke, 2019, s. 14). Driftsmarginen i bransjen var stigende fram til 2016, men har blitt noe redusert fra 2016 til 2018 (Hovedorganisasjonen Virke, 2019, s. 57).

Ettersom virksomhetene i bransjen selger varer fra flere varekategorier, er konkurrentene å finne i flere bransjer; kjøkkenartikler, sport og fritid, byggevarer, leker, kosmetikk m.m. Dermed er det sentralt for bransjens vekst å vinne markedsandeler i eksisterende varekategorier, samt å avdekke nye varekategorier.

2.2.1 Generelle trender i varehandelen

Bransjeglidning

Bransjeglidning oppstår når virksomheter implementerer varekategorier de tradisjonelt ikke har solgt, til å bli en naturlig del av sortimentsbredden. Intensjonen er å ekspandere egen virksomhet, ved å kapre markedsandeler fra andre bransjekategorier. Dette har endret konkurransebildet i varehandelen. Skobransjen er en av bransjene som i stor grad har blitt negativt påvirket av bransjeglidning, ved at kles- og sportsbutikker kaprer stadig større andeler av sko-salget (Hovedorganisasjonen Virke, 2019, s. 37). Bransjeglidning forsterkes av at forbrukere i større grad enn tidligere ønsker å kjøpe premiumprodukter innen enkelte varekategorier, og kompenserer for dette ved å kjøpe lavprisprodukter innen andre varekategorier (Europris, 2015, s. 44). Dette skaper utfordringer for virksomheter som befinner seg i middelsegmentet. Et eksempel på dette er at både ur-bransjen som selger luksusgoder, og bvu-bransjen som fokuserer på lavpris, begge har vært blant vekstvinnerne i norsk varehandel de siste årene (Hovedorganisasjonen Virke, 2019, s. 3). Bvu-bransjen er i praksis bygget opp på bransjeglidning, da bransjen tilbyr et spekter av varekategorier som tradisjonelt har vært solgt gjennom faghandlene.

Kanalglidning

Nordmenn handlet i 2018 varer for 560 milliarder kroner. Majoriteten av dette beløpet ble lagt igjen i norske fysiske butikker som økte omsetningen med 2,1 prosent fra 2017 til 2018. Dette er imidlertid et svakt tall historisk sett, men på nivå med veksten fra 2016 til 2017. Den sentrale årsaken er at nordmenns varekjøp i stadig større grad skjer gjennom andre handelskanaler, som netthandel i Norge og utlandet, og handel i utenlandske fysiske butikker. Dette omtales som *kanalglidning*. Kanalglidning utgjorde 15 prosent av norsk vareforbruk i 2018. Netthandel, grensehandel og handel i utenlandske fysiske butikker stod for henholdsvis 52, 18, og 30 prosent av kanalglidningen, Av netthandelen utgjorde handel i utenlandske nettbutikker 36 prosent, og 10 prosent av nordmenns varekjøp gikk til utenlandske aktører i 2018. Dette omfatter både handel i utenlandske fysiske butikker, nettbutikker og grensehandel (Hovedorganisasjonen Virke, 2019, s. 14-15).

I perioden 2017 til 2018 opplevde norske fysiske butikker høyest absolutt vekst i omsetning, men netthandel stod for den største prosentvise veksten. Av netthandelen var det videre de utenlandske aktørene som vokste mest. Dette har vært trenden de siste årene. I perioden 2012

til 2018 har samtlige handelskanaler, men spesielt netthandelen vokst langt raskere enn fysisk butikkhandel. Utenlandsk netthandel hadde en gjennomsnittlig årlig vekst i omsetning på 16,2 prosent i perioden 2012 til 2018 (Hovedorganisasjonen Virke, 2019, s. 15).

At norsk netthandel og internasjonale aktører kaprer stadig større andeler av norsk varehandel har gått på bekostning av antallet fysiske butikker. Fra 2008 til 2017 har antall fysiske butikker i Norge blitt redusert med 10,6 prosent. Antallet netthandelsaktører har på sin side økt med 39,6 prosent i samme periode (Hovedorganisasjonen Virke, 2019, s. 76). Andelen norske butikkjeder som har nettbutikk har økt jevnt fra 56 til 70 prosent i perioden 2015 til 2019. Det er imidlertid store forskjeller mellom bransjene. Innenfor eksempelvis kjøkkeninnredning og fargevarer er det relativt få som tilbyr internetthandel. Når det gjelder bransjer som barneutstyr og jernvarehandel har samtlige kjeder nettbutikk (Hovedorganisasjonen Virke, 2019, s. 21).

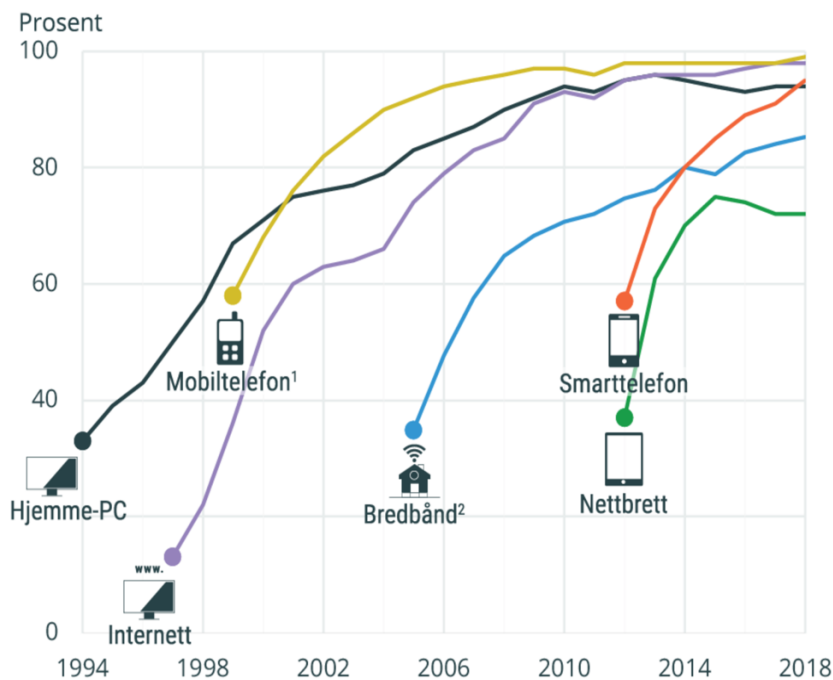
At økt nasjonal og internasjonal netthandel har gått på bekostning av antallet fysiske butikker er også utviklingen i øvrige nordiske land. I 2018 stod e-handel for ni prosent av detaljhandelssalget i Sverige, og veksten i løpende priser har vært nærmere 20 prosent i perioden 2004 til 2017 (Svensk Handel, 2018, s. 7). I 2017 handlet svenske forbrukere varer for 80 milliarder svenske kroner over internett, hvor 13 milliarder gikk til utenlandske nettbutikker (Svensk Handel, 2018, s. 7 og 14). Dette er en sentral årsak til at fysiske butikker i Sverige har blitt redusert med 5000 i perioden 2013 til 2018 (Svensk Handel, 2018, s. 4).

En annen utvikling de siste tiårene er at den fysiske varehandelen har blitt forskjøvet lenger ut fra bykjernene. I en rapport fra Svensk Handel utgitt i 2018, nevnes det eksplisitt at bvu-aktører som Rusta og ÖoB har bidratt til denne endringen (Svensk Handel, 2018, s. 10). Bransjens forretningsmodell krever store varehus, og tilgangen på egnede lokaler er større utenfor bykjernene. Videre er leieprisene lavere, og infrastrukturen god. At bvu-bransjen vokser på bekostning av tradisjonell faghandel er også trenden i Sverige, og varehandelen i bykjernene har tapt andeler til handelsparker i stor stil (Svensk Handel, 2018, s. 10).

Digitalisering og tilgang på informasjon

En sentral årsak til endringene i varehandelen er de fundamentale endringene som utspiller seg på tilbuds- og etterspørselssiden, som følge av teknologiutvikling og disruptive forretningsmodeller. Både forbrukere og tilbydere blir stadig mer digitaliserte. Andelen

nordmenn med tilgang til bredbånd, pc og smarttelefon har økt betydelig de siste årene, som illustrert i figur 2.4 (SSB, 2019a):



Figur 2.4 - Utvikling, tilgang på digitale verktøy 1994-2018

Andelen nordmenn med tilgang til internett har økt fra 95 til 98 prosent i perioden 2012 til 2018. I samme tidsrom har andelen nordmenn med smarttelefon i aldersgruppen 9 til 79 år økt fra 57 til 95 prosent (SSB, 2019a). Fra 4. kvartal i 2008 til samme kvartal i 2016 ble gjennomsnittshastigheten på norske private faste bredbånd mer enn nidoblet, fra 5 Mbit/s til 47 mbit/s (SSB, 2017a). I Sverige og Finland hadde 97 prosent av befolkningen tilgang til internett i 2015 (Postnord, 2018).

Bedret tilgang på internett, pc og smarttelefoner har bidratt til at forbrukere i økende grad benytter internett både til informasjonsinnhenting og kjøp av varer og tjenester. Andelen nordmenn i aldersgruppen 16 til 79 år som i løpet av en tremåneders periode benytter internett til å søke informasjon om varer og tjenester har i perioden 2015 til 2019 økt fra 80 til 87 prosent (SSB, 2019a). I henhold til en forbrukerundersøkelse utført av Postnord i 2017, hadde henholdsvis 57, 54, og 42 prosent av respondentene i henholdsvis Norge, Sverige og Finland nyttet internett til å undersøke en vare på nettet for så å kjøpe varen i butikken i desember 2017. Videre hadde 13, 13, og 8 prosent av respondentene i henholdsvis Norge, Sverige og Finland undersøkt varer i butikken for så å kjøpe de på internett i desember 2017 (Postnord, 2018).

2.2.2 Fremtredende trekk ved bvu-bransjen

Vi vil nå presentere forhold som skiller bvu-bransjen fra øvrig norsk varehandel, samt forhold vi anser som spesielt sentrale for aktørene i bransjen. Forholdene vil danne grunnlag for å vurdere hvorvidt Europris skiller seg fra gjennomsnittsvirksomheten i bransjen, som vil fremgå i kapittel 2.5, og videre nyttes ved intern ressursbasert analyse i kapittel 4.3.

Netthandel

Som presentert i delkapittel 2.2.1, er e-handel den handelskanalen i Norge og Sverige som har opplevd høyest vekst i omsetning de senere år. Netthandelen i Finland er mindre moden enn i øvrige nordiske land, men den er økende. Videre har veksten i antall kjøp finske forbrukere foretar ved bruk av mobiltelefon vært stor. Av finnene som handlet på nett i 2017 nyttet en av tre mobiltelefonen til å foreta sine varekjøp, mot en av fem i 2016 (Postnord, 2018).

Sammenlignet med gjennomsnittet av bransjene innen norsk varehandel, er imidlertid bvubransjen lite utviklet med hensyn på netthandel. Andelen aktører med nettbutikk i den norske bvubransjen var 50 prosent i 2018. Andelen kjeder i norsk varehandel med nettbutikk var på sin side 70 prosent i 2018 (Hovedorganisasjonen Virke, 2019, s. 21).

En sentral årsak til at andelen aktører med nettbutikk er lavere for bvubransjen enn for gjennomsnittet av norsk varehandel, er at gjennomsnittstransaksjonen i bvubransjen er relativt lav sammenlignet med annen varehandel. Dette gjør at lønnsomheten av netthandel blir svak som følge av at fraktkostnaden blir vesentlig sett i forhold til størrelsen på kjøpsbeløpet (Europris, 2015, s. 50). Det har imidlertid vært god vekst i antallet aktører med nettbutikk i bvubransjen de siste årene.

Egne merkevarer og white-label

En viktig del av forretningsmodellen til aktørene i bransjen er høy andel egne merkevarer (EMV), og *white-label* (WL). Dette er en velgjennomtenkt strategisk posisjonering i forhold til hvordan aktørene skaper, leverer og fanger verdi (Supphellen mfl., 2014, s. 427). Videre er strategien nært knyttet opp til utformingen av verdikjeden, da bruken av EMV og WL er med å redusere verdikjedelengden (Supphellen mfl., 2014, s. 497). Egne merkevarer kjennetegnes

ved at produktene selges under aktørens egne varemerker, mens produksjonen er satt til andre («outsourcet»). Ved å benytte EMV kuttet fordyrende mellomledd, og varene kan selges til lavere priser uten å fortære marginen. Dette kan ses på som en form for vertikal integrasjon. Videre gir EMV økt fleksibilitet i prissetting, innkjøp og markedsføring, da aktørene selv har kontroll og beslutningsmyndighet over merkevaren. Formålet er å oppnå lojale kunder gjennom merkevarekjennskap og -relasjoner (Samuelsen mfl., 2017, s. 87). Når det kommer til white-label, er dette generiske produkter uten varemerkeidentifikasjon, som kjøpes direkte fra produsent uten individuelle tilpasninger. Dette gir økt fleksibilitet overfor leverandører, og bidrar til svært gunstige innkjøpspriser (Ecomdash, 2018).

Prisstrategi

Lave priser er på mange måter fundamentet i buv-bransjen, der penetrasjonsprising med etterfølgende lavpris er den dominerende prisstrategien. Dette innebærer en prising i nedre del av prisvinduet, for å gi potensielle kunder ekstra incentiver til kjøp. Incentivet oppstår når prisen er lav nok til at kunden ser den forventede prisen av varen betydelig over den potensielle verdien av varen (Supphellen mfl., 2014, s. 473). En slik prisstrategi krever høyt kostnadsfokus, og er mest forenlig med skalafordeler i driften.

Bransjens bruk av EMV må også ses i forhold til prisstrategien, da økt merkeloyalitet kan ha effekt på kundenes prissensitivitet. Dette ved at kundene blir mindre sensitive overfor prisendringer for andre merkevarer, men mer sensitive overfor prisendringer på merket de selv er lojale mot. Avhengig av veiledende priser og produkttype kan dette føre til en grad av hamstring eller fremskyndet kjøp når merkevaren er på tilbud, eller avventning ved en prisøkning (Supphellen mfl., 2014, s. 20). Denne prisstrategien er ofte tydelig i butikkhyllene, der kjente merkevarer i bestemte varekategorier står side om side med produkter av aktørens egne merkevarer. De kjente merkevarene er ofte priset høyere enn de er i konvensjonelle butikker, hvilket forsterker prisdifferansen mellom produktene, og dermed fungerer som en pushfaktor for at kunden skal velge produktet av aktørens egen merkevare.

Produktvariasjon

Tradisjonell faghandel består av handel med én eller få varekategorier, der fokuset ligger på dybden, altså antall varianter som tilbys innen en varekategori. Handel med bredt vareutvalg fokuserer derimot på bredden. Fokuset er et bredt spekter av varekategorier, med et smalere

utvalg varianter innen hver enkelt varekategori. Dybdesammensetningen består gjerne av egne merkevarer, white label og eksterne merkevarer.

Verdikjede

Bransjeaktørene kjennetegnes ved at de i hovedsak driftes under en såkalt selskapsintegrert verdikjede (*vertikalt integrert*). Butikkene og varehusene er å anse som filialvirksomheter, som kontrolleres og koordineres på overordnet nivå i konsernet. Det er både fordeler og utfordringer knyttet til slik drift. Sterk overordnet styring kan gjøre det lettere å implementere overordnede vedtak og beslutninger i de ulike butikkene, og driften blir mer forutsigbar. Imidlertid vil manglende eierskap kunne føre til at lokale butikksjefer ikke gis incentiver nok til å oppnå mest mulig effektiv drift. Bonusordninger kan riktignok være med å løse denne utfordringen.

Et mindre brukt kjedeformat i bvu-bransjen er franchising, hvilket utgjør en kontraktbasert verdikjede. Franchising bygger på en avtale mellom to selvstendige foretak, der franchisetakeren får en kontraktuell rettighet til å drive næring med franchisegiverens forretningskonsept innenfor et gitt geografisk område (Supphellen mfl., 2014, s. 506). Motytelsen er at franchisetaker betaler en franchiseavgift til franchisegiveren. En slik driftsform innbefatter fremdeles sterk sentral styring, men franchisetaker får tilgang til resultatet til virksomheten, hvilket gir et sterkt økonomisk incentiv i retning av god og effektiv butikkdrift.

Strategiske innkjøpssamarbeid

For å oppnå bedre innkjøpsvilkår har flere av aktørene i bransjen inngått innkjøpssamarbeid med andre aktører. Målet med slike samarbeid er å oppnå stordriftsfordeler og synergieffekter.

Sentrallager

En fremtredende utvikling blant bransjeaktørene er sentralisering av lager- og distribusjonsfasiliteter, fra flere lagerhus til ett stort sentrallager. Videre er trenden at vareplukking i sentrallagrene, i stor grad automatiseres ved bruk av roboter og avanserte styringssystemer. Hensikten er å oppnå lavere kostnader gjennom stordriftsfordeler i logistiske operasjoner.

Egne innkjøpsavdelinger i Østen

Bransjen kjennetegnes av en høy andel direkteimport fra Østen (Hovedorganisasjonen Virke, 2017, s. 22). Dette henger sammen med aktørenes store andel egne merkevarer og white-label-produkter, som i stor grad produseres i lavkostland. For å kvalitetssikre og følge opp produksjonen, samt sikre generell nærhet til leverandører, har flere av aktørene i bransjen etablert egne innkjøpsavdelinger i Østen.

2.3 Makroforhold

Makroøkonomiske forhold er forhold som påvirker det generelle velstandsnivået i et land eller en region, og slik virksomheters lønnsomhet (Hill & Jones, 2013, s. 71). Vi vil nå ta for oss makroforhold som påvirker aktørene i bvu-bransjen. Forholdene som presenteres vil utgjøre faktagrunnlaget for den eksterne bransjeorienterte analysen i kapittel 4.2. Makrofaktorene vi ønsker å se nærmere på er; *politiske-, økonomiske-, sosiokulturelle-, teknologiske-, miljømessige- og legale* forhold.

2.3.1 Politiske forhold

Politiske forhold påvirker næringslivet gjennom reguleringer og rammebetingelser satt av de politiske myndighetene i landet (Vale, 2007, s. 14 og 15). Videre må bransjen forholde seg til Norges bi- og multilaterale avtaler, som blant annet legger føringer for handelen med utlandet (Regjeringen, 2014). Finans-, nærings- og handelspolitikk, med regulering av innen- og utenrikshandel er av særlig interesse for vår analyse. Videre mener vi miljøpolitikk og norske særavgifter er av interesse. Av multilaterale avtaler som påvirker bransjen vil vi se nærmere på Verdenspostkonvensjonen. Pengepolitikk vil vi presentere under økonomiske faktorer.

Norske særavgifter

Til tross for medlemskapet i EØS, er ikke Norge forpliktet til å implementere EU sine skatte- og avgiftsregler. Norge er imidlertid forpliktet til å sørge for at de norske skattereglene og praktiseringen av disse er i samsvar med de fire friheter og statsstøttreglene i EU (Regjeringen, 2018). Dette innebærer at så lenge Norge har en skatte- og avgiftspolitik som er i overenstemmelse med EU-traktatens felles regelverk, samt andre bi- og multilaterale avtaler, (eksempelvis GATT/WTO) så står Norge fritt til å fastsette egen skatte- og

avgiftspolitik. Dette gir med andre ord rom for norske særavgifter. Formålet med særavgifter er å finansiere offentlige utgifter, samt som virkemiddel for å prise samfunnsøkonomiske kostnader ved bruk av helse- og miljøskadelige produkter (Regjeringen, 2018b). Tollfritaket på varer sendt fra utlandet (350-kronersgrensen) er av særlig relevans for bvu-bransjen. Videre er det interessant å se på konsekvensen av særavgiftene på sjokolade og sukkervarer og alkoholfrie drikkevarer, da disse særavgiftene forsterkes av 350-kronersgrensen og Verdenspostkonvensjonen.

Sukkeravgift

Sjokolade- og sukkervarer og alkoholfrie drikkevarer inngår i sortimentet til flere av bransjeaktørene. For Europris er eksempelvis smågodt et satsingsområde, og kjeden har egne merkevarer innen alkoholfrie drikkevarer (Europris, 2019f). I 2018 økte sukkeravgiften på sjokolade og sukkervarer fra 20,19 kr/kg til 36,92 kr/kg, mens avgiften på alkoholfrie drikkevarer økte med i fra 3,34 kr/l til 4,75 kr/l (Skatteetaten, 2019). Etter mye press ble avgiften på sjokolade- og sukkervarer reversert fra og med 2019. Avgiftene ble imidlertid stående på alkoholfrie drikkevarer.

350-kronersgrensen

I dag er varekjøp fra utlandet av mindre verdi enn 350 kroner inkludert frakt og forsikring. fritatt for toll- og avgifter. Beløpsgrensen ble endret i 2015, og var tidligere på 200 kroner. Den 7. oktober 2019 la Regjeringen Solberg fram sitt forslag til statsbudsjett for 2020. I dette budsjettet, etter oppfordring fra Stortinget, ligger fjerning av 350-kronersgrensen inne. Forslaget innebærer avgift på alle varer inkludert næringsmidler fra første krone. Det vil være den utenlandske selgeren som gjennom en ny digital plattform vil være ansvarlig for å rapportere og innbetale avgiftspliktig handel. Dette er i tråd med OECD's retningslinjer for internasjonal handel, og EU's nye system som skal implementeres i 2021. Alle varer, foruten næringsmidler, med verdi under 350 kroner skal fortsatt etter forslaget leveres til forbruker uten ordinær tollbehandling, og dermed uten tollavgift. Næringsmidler vil etter forslaget deklarereres ved innførsel til Norge, og merverdiavgift og eventuelle særavgifter må betales. Samtidig foreslås det at alle varer utenom næringsmidler får oppjustert tollfritaket fra dagens 350 kroner til 3000 kroner (Regjeringen, 2019). Det oppjusterte tollfritaket mener vi er av særlig interesse for videre analyse av bvu-bransjen.

Verdenspostkonvensjonen (UPU)

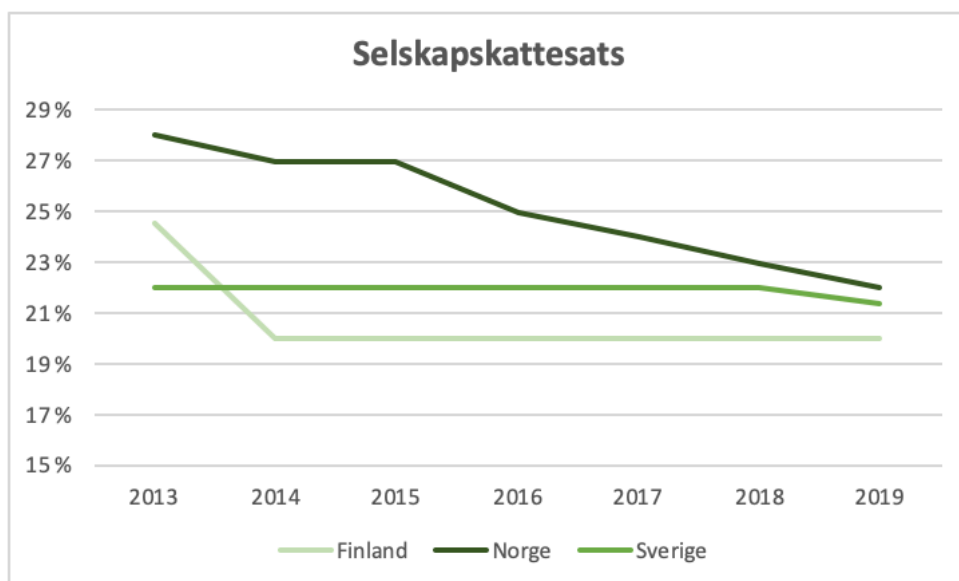
For å utvikle og forbedre posttjenester mellom verdens nasjoner, ble Verdenspostforeningen (Union Postale Universelle - UPU) etablert i 1874 i Bern i Sveits. Organisasjonen er i dag underlagt FN, og består av 192 medlemsland (Universal Postal Union, 2019). Verdenspostforeningen regulerer prisene for frakt på brevpakker mellom medlemslandene i Verdenspostkonvensjonen. Konvensjonen er lagt opp slik at de industrialiserte landene subsidierer brorparten av fraktkostnadene på brevforsendelser opp til 2 kg fra utviklingsland til i-land. Kina er i UPU ikke klassifisert som et rent u-land, men som et land i en overgangsfase, hvilket gjør det mulig for kinesiske nettbutikker å sende brevpost med totalvekt under to kilo tilnærmet fraktfritt til Norge. Sammen med 350-kronersgrensen favoriserer dette handel fra utenlandske nettbutikker fra eksempelvis Kina (Menon Economics, 2018). I 2016 økte den norske netthandelen fra Kina med 75%, og i 2017 med ytterligere 50%. I 2017 utgjorde dette 15 millioner pakker (E24, 2019a). Posten Norge anslo i 2018 at rundt 20 prosent av mindre pakker som nordmenn kjøper på nett kommer fra Kina (E24, 2018b). På bakgrunn av Verdenspostkonvensjonen bidro dette til betydelig økte kostnader for Posten Norge. I slutten av september 2019 holdt Verdenspostforeningen en ekstraordinær kongress med sikte på å stake ut kursen for de kommende årene. Forventingene var fra flere hold høye i forhold til omklassifisering av Kina sitt medlemskap. Likevel ble det klart under kongressen at Kina får fortsette å klassifisere seg som et land i en overgangsfase, og med det beholde konkurransefortrinnene det innebærer. Imidlertid ble det bestemt at fraktratene de neste fem årene skal komme mer i tråd med den nasjonale kostnadsdekningen ved pakkesendinger. Blant annet ble det bestemt en maksgrense for beløpet som kan overføres fra mottakerlandet til avsenderlandet. Denne ble satt til 70% av nasjonale fraktrater (Virke, 2019). Posten Norge har imidlertid forhandlet direkte med China Post for å redusere sine kostnader. Dette ved at China Post ikke lenger sender brev som rekommandert post, hvilket er dyrere å håndtere for Posten. Avtalene inneholder ytterligere lønnsomhetsforbedrende tiltak, men disse er hemmelige (Nettavisen, 2018a).

Sverige er likestilt med Norge i Verdenspostforeningen, og står således overfor tilsvarende utfordringer som Norge. I Sverige har de imidlertid tatt grep for å redusere den økende netthandelen fra Kina. Grepene som er tatt er i tråd med overordnede EU-regler, som Sverige naturligvis må forholde seg til. Postnord som er et resultat av fusjonen mellom det svenske og det danske postvesenet, har innført en avgift på 75 svenske kroner for alle forsendelser med

samlet verdi under 1600 kroner. Varer med samlet verdi over 1600 kroner illegges et gebyr på 125 kroner. I tillegg påløper merverdiavgift fra første krone. Merverdiavgiftssatsen i Sverige er på 25 prosent, til liks med den norske (Postnord, 2019). Konsekvensen av innføringen av 75-kronersavgiften ble at over 400 000 pakker ikke ble uthentet, og således måtte returneres til Kina. Videre falt antall pakker inn til Sverige fra mellom 120 000 - 150 000, til 15 000 pakker daglig etter innførselen av avgiften (E24, 2018c).

Selskapsskattesats

I Norge har selskapsskatten blitt redusert fra 28 til 22 prosent i perioden 2013 til 2019. Bakgrunnen for reduksjonen er å gjøre det mer lønnsomt å investere i norske arbeidsplasser. Økt globalisering og internasjonal utvikling knyttet til økt kapitalmobilitet og skattetilpasning gjør at et lands økonomi i større grad påvirkes av hvordan selskapsskatten settes i forhold til sine nærmeste handelspartnere. Til tross for at selskapsskattesatsen i Norge har blitt redusert de siste årene, er den fremdeles noe høyere enn skattesatsen i de andre nordiske landene, men omtrent på linje med gjennomsnittet i OECD (RSM, 2019). Historisk har det vært et større avvik mellom selskapsskattesatsen i Norge og øvrige nordiske land. Reduksjon i selskapsskatten er positivt for norsk varehandel, da dette bedrer deres konkurransekraft i forhold til utenlandske aktører som selger konkurrerende varer over internett. Figur 2.5 viser utviklingen i selskapsskattesatsen i Norge, Sverige og Finland i perioden 2013 til 2019.



Figur 2.5 - Utvikling selskapsskattesats, Finland, Norge og Sverige

Bomringer

I perioden 1990 til 2017 har totale passeringssinntekter fra norske bomringer økt fra om lag én milliard- til om lag 11 milliarder kroner målt i 2019-kroner (Faktisk, 2019a). Passeringssinntektene for 2019 forventet å beløpe seg til 13 milliarder kroner i henhold til vegdirektoratets prognoser (Motor, 2019a). Økningen i perioden skyldes i stor grad at antallet bomstasjoner har økt. I perioden 2004 til 2018 har antallet bomstasjoner i Norge økt fra 140 til 245 (Motor, 2019b). I juni i år ble 54 nye bomstasjoner åpnet i Oslo (Abcnyheter, 2019a). Videre vil ni bompengefinansierte veiprojekter åpnes i høst i henhold til vegdirektoratet (Motor, 2019b). Dette medfører at det forventes å være 309 bomstasjoner i Norge ved utgangen av 2019. I Sverige er det kun bompengavgift i Stockholm og Göteborg, samt ved passering av en bro i Sundsvall og en bro i Motala (Visit Sweden, 2019). I Finland har de ikke bomstasjoner (Campingnett, 2018).

Når det gjelder hvilken virkning bompenger har på varehandel, er det gjort forholdsvis få empiriske studier på dette området. I Osloanalysen, som er den største handelsundersøkelsen som gjøres for Oslo og Akershus, og som utgis av Oslo Handelstandsforening, fremkommer det at foreningen i liten grad vet hvilke effekter økte bompenger vil få på sentrumshandelen i 2019 (Nettavisen, 2019a). I en rapport utformet av Asplan Viak i 2012, på engasjement for Førdepakken AS, fremkommer det imidlertid at det i Trondheim og Namsos ble registrert noe endring i handelsomsetningen etter at bompenger ble innført der i henholdsvis 1991 og 2003. Imidlertid var endringene små, ble bare registrert første halvår, og det ble konkludert med at endringene ikke uten videre kunne forklares med innføringen av bomringene (Asplan Viak, 2012, s. 25).

2.3.2 Økonomiske forhold

Økonomiske forhold omfatter faktorer som er egnet til å beskrive den økonomiske tilstanden i en økonomi på et overordnet nivå. Den økonomiske tilstanden i en økonomi er sentral for å forstå etterspørselssiden, og påvirker virksomheters strategiske finansielle beslutninger. Sentrale forhold knyttet til å undersøke tilstanden i en økonomi er mellom annet *styringsrenten, valutakurs, inflasjon, BNP per innbygger, kjøpekraft og arbeidsledighet* (Hill & Jones, 2013, s. 71).

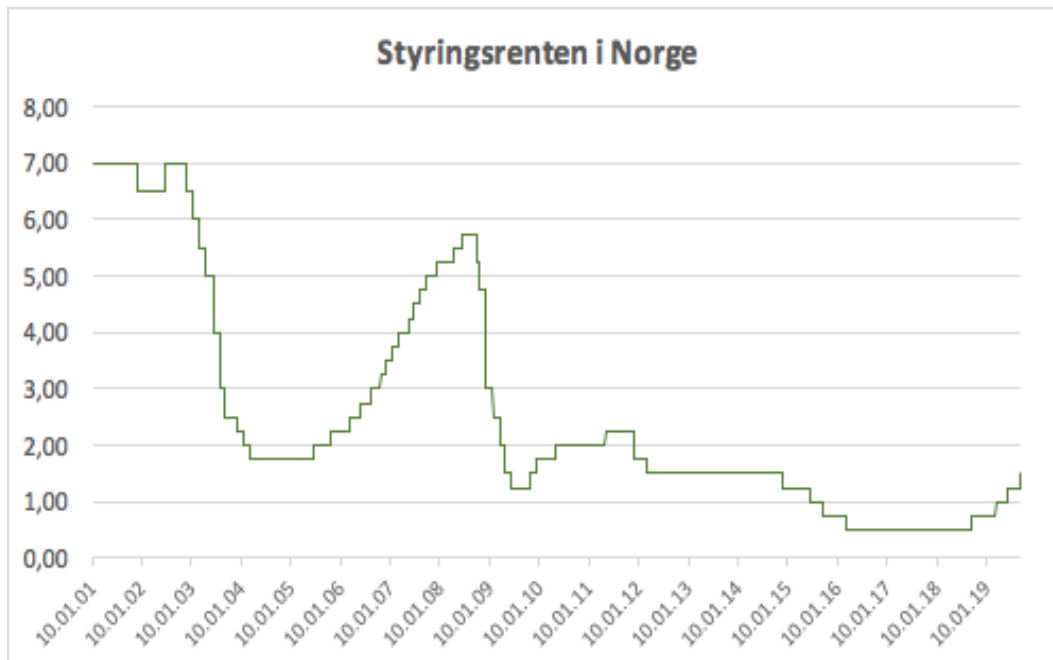
BNP per innbygger

BNP uttrykker den økonomiske merverdien som skapes gjennom produksjon av varer og tjenester, og er således et mål på verdiskaping og økonomisk aktivitet i en økonomi. I 2018 var prisjustert BNP per innbygger i Norge 50 prosent høyere enn gjennomsnittet for EU. For Sverige og Finland var prisjustert BNP per innbygger henholdsvis 21 og 10 prosent over gjennomsnittet for EU i 2018 (SSB, 2019b). Ofte vil nivået på personlig konsum være høyt i land der BNP per innbygger er høyt. I hvilken grad BNP per innbygger er egnet til å beskrive kjøpekraft og konsum i et land, avhenger imidlertid av blant annet rentenivå og inflasjon. Vi vil derfor videre ta for oss utviklingen i *styringsrente*, *valutakurs*, *konsumprisindeksen* og *kjøpekraft målt ved disponibel inntekt per innbygger*.

Pengepolitikk; styringsrente og valuta

Sentralbanken, Norges Bank, styrer pengepolitikken i Norge. Hensikten med pengepolitikken er å bidra til lav og stabil inflasjon (2%), samt høy og stabil sysselsetting og produksjon. I dette arbeidet er styringsrenten sentralbankens viktigste virkemiddel. Høye renter gir insentiv til sparing gitt at inflasjonen er lavere enn renten, mens lave renter gir insentiv til å konsum i dag fremfor i fremtiden, da alternativkostnaden er lavere. Dette gjelder særlig ved høy inflasjon. Lave renter vil videre stimulere til investeringer, da det blir rimeligere å låne, og sparing blir mindre attraktivt.

I tillegg til å sette styringsrenten kan sentralbanken foreta valutaintervensjoner med hensikt å påvirke kronekursen. Valutakursen er av stor betydning for bedrifter som driver handel med utlandet. En svak krone styrker norsk eksportindustri, da det blir relativt billigere for utlandet å importere varer fra Norge. Samtidig vil en svak krone gjøre det relativt dyrere å importere varer fra utlandet. Norge opererer med en flytende valutakurs, og det er flere variabler som påvirker utviklingen i denne. I global sammenheng er Norge å anse som en oljetung økonomi, og historisk sett har det vært en viss korrelasjon mellom oljepris og kronekurs. Spesielt i perioder med sterk nedgang i oljepris, har kronen en tendens til å svekke seg (Alfred Berg, 2019). Dette må ses i sammenheng med forventningen til utviklingen i norsk økonomi, som i stor grad avhenger av utviklingen i olje- og gassrelatert virksomhet. Videre avhenger kronekursen av den norske styringsrenten sin relative styrke i forhold til utenlandske rentenivåer. Figur 2.6 viser utviklingen i styringsrenten i Norge.

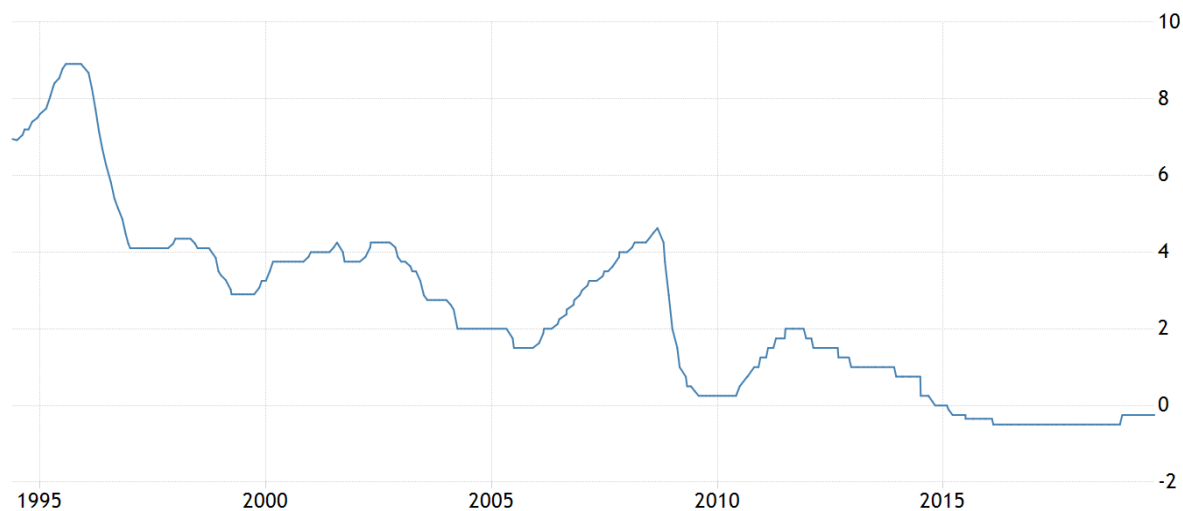


Figur 2.6 - Styringsrenten i Norge, 2001-2019 (Norges Bank, 2019)

I perioden etter oljeprisfallet i 2014 reduserte Norges Bank styringsrenten for å dempe konsekvensene oljeprisfallet hadde på norsk økonomi. Renten, som i utgangspunktet var lav i forbindelse med ettervirkningene av finanskrisen i 2008, ble ytterligere redusert fra 1,5 prosent til 1,25 prosent, og videre trinnvis (0,25 prosent) ned til 0,5 prosent. Først i 2018 startet Norges Bank opptrappingen av renten, og fra og med 19.09.2019 har styringsrenten vært 1,5 prosent (Norges Bank, 2019). Bakgrunnen for rentehevingene er bedret utvikling i norsk økonomi. Ved å øke renten kjøler Norges Bank økonomien ned, for å forhindre at priser og lønninger skyter fart og finansielle ubalanser bygges opp.

Økningen i Norges banks styringsrente står i kontrast til hva den europeiske sentralbanken (ECB) gjør. ECB har i dag negativ styringsrente, og denne ble redusert den 18. september fra -0,4% til -0,5%. Når det kommer til den amerikanske styringsrenten har sentralbanken i USA, the Federal Reserve System (FED), kuttet styringsrenten tre ganger i 2019. Forut for dette er det 10 år siden sist FED kuttet renten. I dag er den amerikanske styringsrenten i intervallet 1,5 til 1,75 prosent (Federal Reserve, 2019).

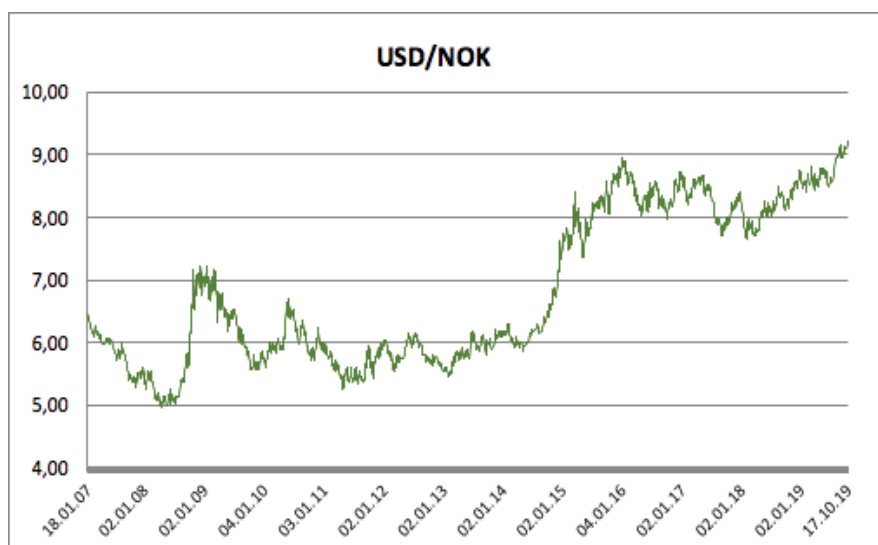
Utviklingen i den svenske styringsrenten følger av figur 2.7.



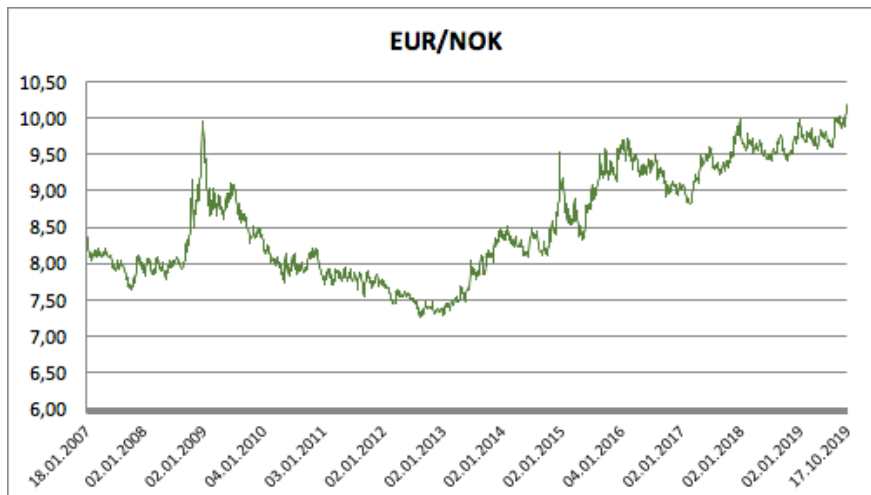
Figur 2.7 - Styringsrenten i Sverige, 1995-2019 (Tradingeconomics, 2019)

Som konsekvens av global økonomisk nedtur i kjølvannet av finanskrisen, reduserte den svenske sentralbanken, Riksbanken, styringsrenten (reporenten) kraftig i slutten av 2008. Dette som et pengepolitisk grep for å stimulere svensk innenlandsk økonomi. På tross av utsikter til bedring og en periode med høyere renter, ble renten satt ned til null i 2014, før den for første gang i historien inntok negativt lende i 2015. Styringsrenten i Sverige har siden den gang vært negativ, og er i dag -0,25 prosent.

Figur 2.8 og 2.9 under viser utviklingen i USD/NOK og EUR/NOK fra 18.01.2007 og fram til 17.10.2019. Figur 2.10 viser utviklingen i USD/SEK fram til 18.10.2019. Vi har valgt det lange tidsintervallet for å se effekten av finanskrisen i 2008, samt oljeprisfallet i 2014.



Figur 2.8: USD / NOK 2017-2019 (Norges Bank, 2019c)



Figur 2.9: EUR / NOK 2007-2019 (Norges Bank, 2019d)

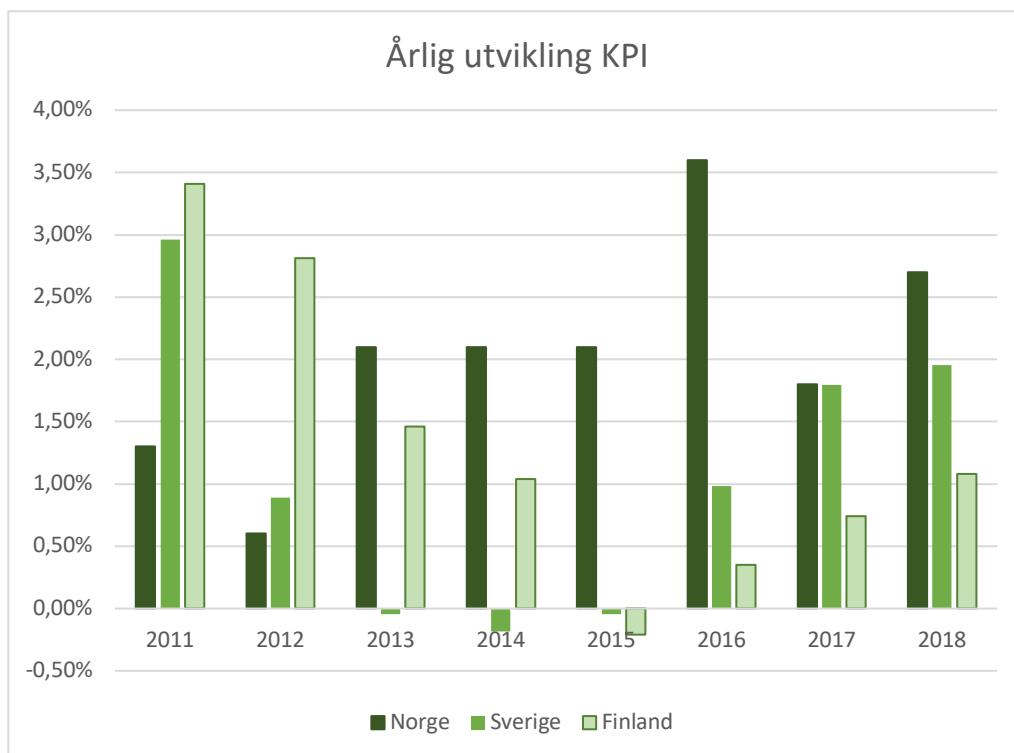


Figur 2.10 - USD/ SEK 2007 – 2019 (Investing, 2019)

Som figurene over viser, er den norske kronen i dag svak i forhold til dollaren og euroen. Det samme gjelder for svenskekronen. Dette er en medvirkende årsak til at prisen på konsumvarer som Norge og Sverige importerer, målt i utenlandsk valuta, økte markert i 2018. Også i 2019 har prisveksten vært høyere enn anslått for de fleste varegrupper (Norges Bank, 2019h, s. 14).

Prisnivå og prisutvikling

Konsumprisindeksen brukes ofte som et mål for inflasjonen i en økonomi. Siden 2013 har endringen i konsumprisindeksen, som et mål for prisnivået på varer og tjenester som private husholdninger etterspør, ligget nær inflasjonsmålet på 2 prosent i Norge, men noe høyere i 2016 og 2018. Figuren under viser prosentvis årlig utvikling i konsumprisindeksen i perioden 2011 til 2018 i Norge, Sverige og Finland.

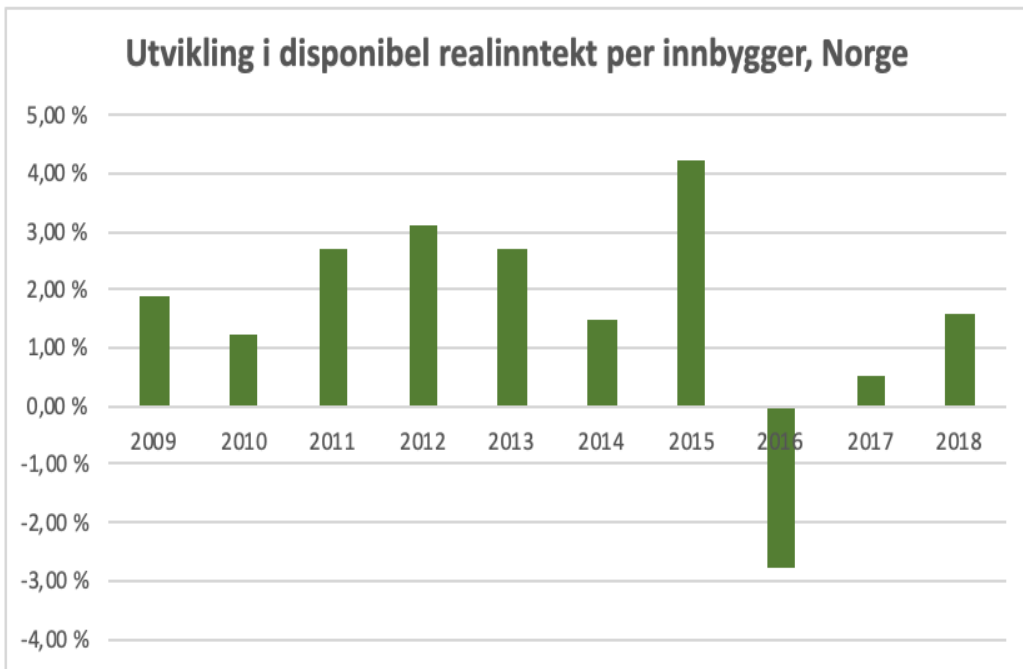


Figur 2.11 - Utvikling i KPI 2005-2018, Norge, Sverige og Finland, (SSB, 2019c), (SCB, 2019b), (Statistics Finland, 2019)

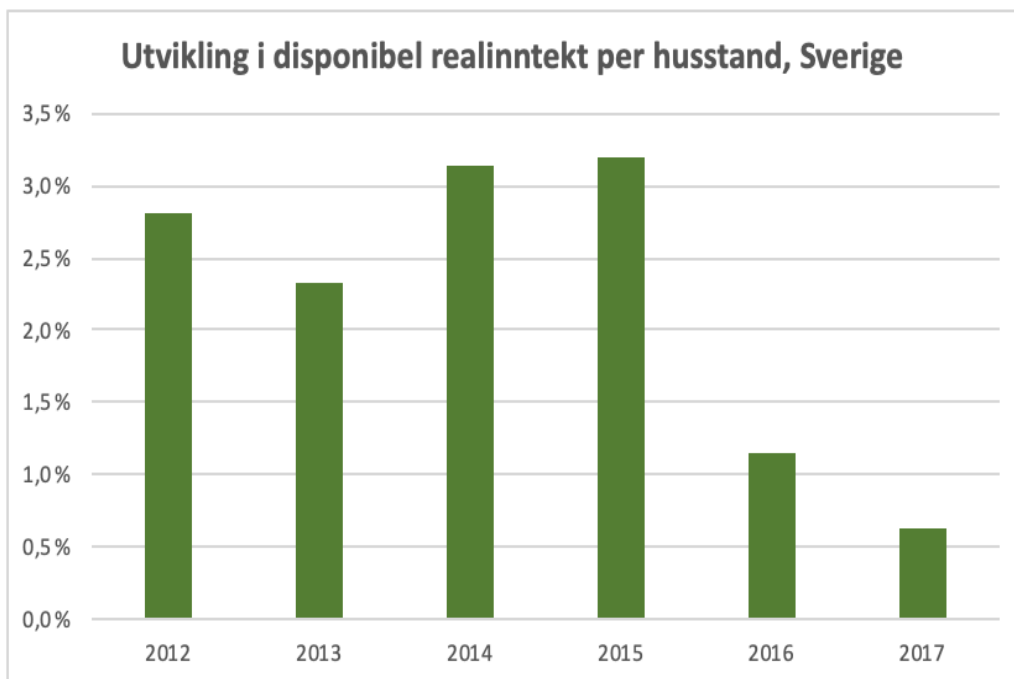
Av figuren over ser vi at Finland har hatt svakere prisvekst enn Norge og Sverige i perioden 2015 til 2018. Videre ser vi at prisveksten har vært sterkere i Norge enn i de to andre landene i perioden 2013 til 2018.

Kjøpekraft

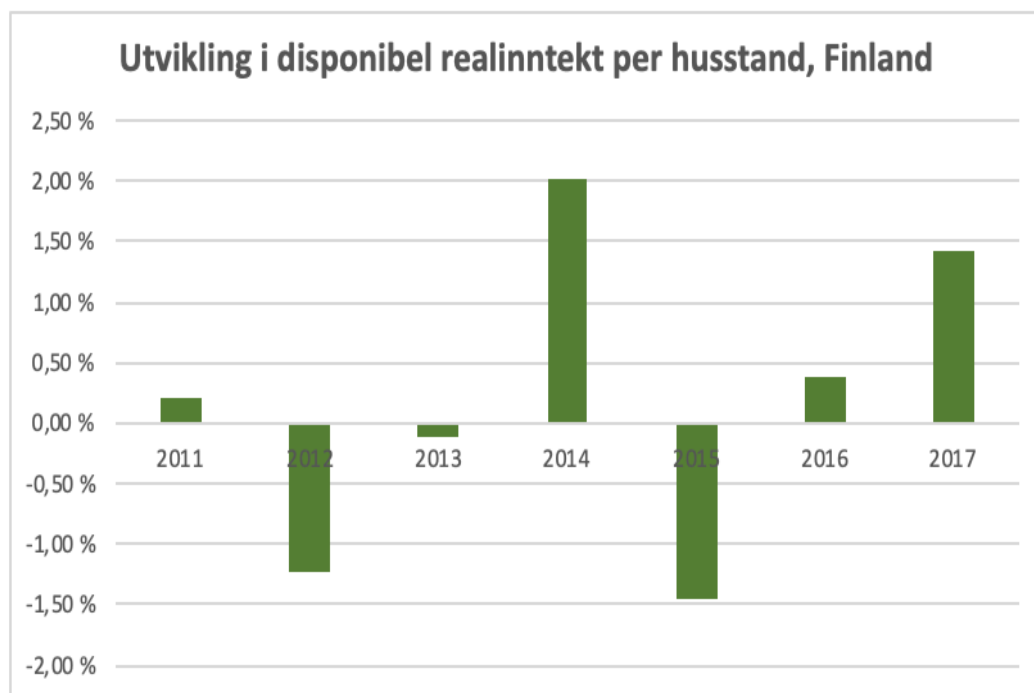
Disponibel realinntekt er et mål på inntekten sin kjøpekraft etter at skatter og prisstigning er trukket fra (Allkunne, 2018a). I perioden 2009 til 2018 var gjennomsnittlig årlig vekst i disponibel inntekt per innbygger i Norge 1,6 prosent. Imidlertid var utviklingen negativ med 2,8 prosent i 2016, men har vært positiv i 2017 og 2018. Disponibel inntekt per innbygger er anslått til om lag 277 000 kroner i 2018 (NOU: 2019:6, s. 96). Tallene for 2017 og 2018 for Norge er imidlertid foreløpige. Figurene under viser utviklingen i disponibel inntekt i Norge, Sverige og Finland.



Figur 2.12 - Utvikling i disponibel realinntekt per innbygger i Norge 2009-2018 (NOU: 2019:6, s. 96)



Figur 2.13 - Utvikling i disponibel realinntekt per husstand, Sverige (SCB, 2019c)



Figur 2.14 - Utvikling i disponibel realinntekt per husstand, Finland (Statistics Finland, 2019b)

Som vi ser av figurene oven har Norge og Sverige hatt relativt god vekst i disponibel inntekt per innbygger, mens Finland har hatt en svakere utvikling. Finland ble hardt rammet av finanskrisen i 2008, og har hatt svak økonomisk vekst i årene etter (E24, 2015). Svak økonomisk vekst vil dermed være en årsak til svakere utvikling i disponibel realinntekt per husstand i Finland.

2.3.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold representerer karakteristikk, normer og verdier blant befolkningen i det geografiske området en virksomhet opererer (Hill & Jones, 2013, s. 73). Dette inkluderer forhold som befolkningsvekst, aldersfordeling og inntektsfordeling, samt trender som påvirker befolkningens livsstil og adferd. Vi har identifisert *demografiske forhold* og *forbrukertrender* som relevante sosiokulturelle forhold for bvu-bransjen.

Demografiske forhold

Befolkningsvekst er en sentral driver for utviklingen i absolutt forbruk, da en økende befolkning alt annet like vil føre til økt etterspørsel etter varer og tjenester. Fra 1990 har folketallet i Norge økt fra drøye 4 millioner til i overkant av 5,3 millioner ved inngangen til

2019. Statistisk sentralbyrå estimerer at den norske befolkningen vil passere 6 millioner i 2040 (SSB, 2018a). I Sverige er folketallet i dag i overkant av 10 millioner, og fremskrives å passere 11 millioner innen 2029, og nærmere 13 millioner i 2070 (SCB, 2019). I Finland ventes befolkningen å øke fram til 2035, for så å gå tilbake. I 2050 ventes folketallet i Finland å være lavere enn det er i dag (Statistikcentralen, 2018).

For aktørene i bvu-bransjen vil befolkningsvekst representere en vekstmulighet. Videre er demografiske forhold som utviklingen i aldersfordeling og geografisk spredning av populasjonen sentralt, da dette påvirker kundegrunnlaget til den enkelte butikk. Fra 2002 til 2018 økte andelen nordmenn som bor i tettbygde strøk fra 77 til 82 prosent (Forskning, 2018a). At stadig flere velger å bosette seg i byer og tettbygde strøk er også trenden i de øvrige nordiske landene.

Forbrukertrender

Det synes å være en økt bevissthet i befolkningen om at bruk-og-kast-samfunnet ikke er bærekraftig, og at endringer er nødvendig for å sikre levevilkår for fremtidige generasjoner (Hovedorganisasjonen Virke, 2018, s. 73). Et begrep som er i vinden i den sammenheng er *sirkulær økonomi*. Fokuset er på bærekraft, og bygger på materialgjenvinning, strengere krav til design og produktegenskaper, økt ansvar blant produsentene, gjennomtenkt forbruk gjennom gjenbruk og reparasjoner, samt bedre merking av produkter (Sintef, 2018). Denne prosessen utspiller seg i dag på to fronter; både politisk gjennom lover og reguleringer, men også gjennom holdningsskapende kampanjer rettet direkte mot forbrukerne. Holdningene spres i befolkningen gjennom ulike kanaler, både av organisasjoner og influencere. Et eksempel på en slik influencer er den svenske aktivisten og miljøforkjemperen Greta Thunberg. Thunberg har gjennom sitt engasjement bidratt til økt fokus på klima- og miljøutfordringene som verden står overfor. Over hele verden har vi sett ungdom gjennomføre skolestreiker, for heller å gå sammen i gatene for å protestere mot ”status quo”, og fremme endring. En konsekvens av dette er at svenskene har fått to nye ord i sitt vokabular; «flygskam» og «smygflyga». En undersøkelse utført av «World Wildlife Fund» viser at 23 prosent av det svenske folk svarte at de valgte å ikke fly i 2018, på grunn av at det ikke ville være bra for miljøet (Simpleflying, 2019) Tall fra «Swedavia», som eier de svenske hovedflyplassene, viser en betydelig nedgang i innenriksflyvninger i Sverige fra 2018 til 2019 (Bloomberg, 2019). For bvu-bransjen er dette interessant med hensyn til forbrukersamfunnet, og om det kan tenkes at

«forbrukerskam» kan bli det neste «buzz-ordet», og i så tilfelle hvilke konsekvenser det kan ha for bvu-bransjen.

Deler av drøftelsen over har politiske implikasjoner, men vi velger å drøfte det under sosiokulturelle forhold, da vi mener det er mest aktuelt i det korte bildet. Dette på grunnlag av at holdningsendrende kampanjer ofte er første steg i en lenger politisk prosess, da det etter omvending av deler av populasjonen vil være lettere å innføre politiske endringer.

2.3.4 Teknologiske forhold

En konsekvens av den teknologiske utviklingen er fremveksten av innovasjoner og nye forretningsmodeller. Dette representerer både muligheter og trusler for bransjer og virksomheter (Hill & Jones, 2013, s. 73). Ny teknologi utvider virksomheters mulighetsrom og de vil stå overfor et valg om å ta i bruk teknologien eller å la være. Hva konkurrentene velger å gjøre vil videre påvirke beslutningen til de andre aktørene i bransjen. Dette kan ses på som klassisk spillteori. Av teknologiske forhold vil vi trekke fram *datagenererende kanaler* og *lojalitetsprogrammer*, samt se nærmere på *digitalisering*, *robotisering* og *automatisering*.

Datagenererende kanaler og lojalitetsprogrammer

I kapittel 2.2.1 ble det presentert tall som viste at de aller fleste nordmenn har tilgang til internett og smarttelefon, og at vi regelmessig nytter internett til å innhente informasjon om varer og tjenester. Dette er også trenden i øvrige nordiske land. At forbrukerne blir stadig mer digitaliserte, åpner ikke bare mulighetsrommet for forbrukerne, men også for aktørene på tilbudssiden. Flere av de store kjedene i norsk varehandel har i dag nettbutikker, kundeklubber og lojalitetsprogrammer. Ved å melde seg inn i kjedenes kundeklubber vil kunden regelmessig motta rabatter og økonomiske fordeler, mot at det samtykkes til at aktøren kan samle inn data om sine kunder. Ved innmelding oppgir kundene informasjon som alder, kjønn, bosted og lignende. Forbrukere legger også igjen informasjon om hvilke spesifikke varer og varegrupper de kikker på når de besøker en aktørs nettside gjennom innsamling av informasjonskapsler (NMF, 2015a). Informasjonen som aktørene samler inn kan nyttes til å bygge store og komplekse datasett om kundenes interesser og preferanser (Hilsen & Hundsnes, 2018). Ved å nyttiggjøre seg slik informasjon kan aktørene personalisere innholdet i sin markedsføring og gi personlige tilbud i form av kuponger. På den måten kan aktørene i større grad sette pris ut fra den enkelte kundes betalingsvillighet, og ikke sette én felles pris.

Digitalisering, robotisering og automatisering

Varehandelen utvikles stadig med ny teknologi som effektiviserer aktørenes logistikk-, distribusjon- og salgsprosesser. Lagerstyring blir stadig mer automatisert og robotisert, og selvbetjente kasser har blitt vanlig i norske dagligvarebutikker de siste årene. I 2019 åpnet Coop Extra en døgnåpen butikk i Bogstadveien, som er ubemannet om natten (NTB, 2019). Internasjonalt ser vi også en rekke andre teknologier som enda ikke har blitt tatt i bruk i norsk varehandel. En av de største netthandelsaktørene i verden, Amazon, lanserte i 2018 butikkonseptet Amazon Go. Dette er fysiske butikker hvor kunden ikke registrerer kjøpene fysisk, men bærer varene med seg ut av butikken, og teknologien tar seg av betalingen. Dette muliggjøres ved hjelp av avansert kamerateknologi, sensorer og maskinlæring (E24, 2018). Trenden er med andre ord at digitalisering og robotisering ved hjelp av avansert teknologi og kunstig intelligens effektiviserer varehandelens prosesser. Dette underbygges av tall fra Samfunnsøkonomisk analyse, som peker på at veksten i antall årsverk i varehandelen de senere årene har flatet ut. Dette til tross for at veksten i befolkningstall og inntekt per husholdning har økt. Tradisjonelt har det vært en sterkere sammenheng mellom de tre (Meld, St. 9, 2018-2019, s. 21).

2.3.5 Miljømessige forhold

Klimaendringer og tap av naturmangfold er to sentrale utfordringer i vår tid, og ventes å påvirke alle sektorer i samfunnet. Handelsnæringen vil påvirkes gjennom nye krav til virksomhetsstyring, endrede forbruksmønstre og strammere klimareguleringer (Meld, St. 9, 2018, s. 123). Relativt til andre næringer står ikke handelsnæringen for store *direkte* klima og miljøskadelige utslipp nasjonalt. De siste 10 årene har varehandelens totale klimagasser ligget i underkant av én prosent av de totale norske utslippene. Imidlertid registreres klimagassutslipp knyttet til produksjon og transport av varer i *andre* sektorer og andre land, hvilket gjør at bildet blir skjevt (Meld, St. 9, 2018, s. 123). De viktigste områdene hvor handelsnæringen kan påvirke klima- og miljøutslippene både direkte og indirekte, er ved hvilke varer de velger å tilby kundene, hvilke innsatsfaktorer som brukes, hvordan varer produseres og transporteres, og ved avfallshåndtering.

De siste årene har det både nasjonalt og internasjonalt blitt et stadig større fokus på miljø og resirkulering, og forbrukere blir stadig mer bevisst på hvilket fotavtrykk verdikjeden til kjedene de kjøper produkter fra setter igjen. For varehandelsbransjen stiller forbrukere krav til

kjemikaliebruk i produksjonen, hvilke energikilder som nyttes, hvordan varene blir fraktet fra produksjonsland, hvilken emballasje som nyttes og hvordan produktet kan resirkuleres. I tillegg har Norge både internasjonale forpliktelser og nasjonal lovgivning som stadig stiller strengere krav på miljøområdet. Mye av miljøreguleringene skjer på EU/EØS-plan. Dette for at landene skal konkurrere på like vilkår. Norge har gjennom EØS-avtalen inkorporert EUs pakke for sirkulær økonomi som kom i 2015. Pakken inneholder lovforslag som setter krav til materialgjenvinning, avfallshåndtering og forsøpling. EU har mellom annet vedtatt at engangsprodukter i plast skal bli forbudt i EU-området fra og med 2021. Senere har det kommet endringer i EUs avfallsregelverk, og EU-kommisjonen har lagt fram en tilleggspakke for sirkulær økonomi med større fokus på mellom annet kjemikaliebruk og materialgjenvinning (Meld, st. 9, 2018, s. 128).

2.3.6 Legale forhold

Synliggjøring av arbeidsvilkårene arbeiderne i lavkostland utsettes for, får stadig større søkelys. Saker om at vestlige kjeder benytter barnearbeid og bryter betingelser om minstelønn, arbeidstider og organisasjonsretten har blitt oppslått i media. FNs internasjonale arbeidsorganisasjon, ILO, står i front i utformingen av de internasjonale reglene for arbeidslivet og disse er uttrykt i 189 konvensjoner (FN, 2019). Det er imidlertid ingen tvil om at ILO står overfor store utfordringer sett i lys av saker som har kommet fram i media de senere år, og organisasjonen vil måtte fortsette med å utvikle, overvåke og håndheve de bindende internasjonale reglene. Komplekse forsyningskjeder og et stort antall leverandører utgjør videre korrupsjonsrisiko for virksomheter. Et eksempel på dette er Ralph-Lauren saken. Selskapet brøt med det amerikanske antikorrupsjonsregelverket Foreign Corrupt Practises Act, (FCPA) ved at et datterselskap i Argentina betalte bestikkelser (Reuters, 2013). Virksomheter i bvu-bransjen importerer i stor grad sine varer fra Østen, og må derfor være årvåkne på at leverandørene de nytter driver innenfor nasjonale og internasjonale regelverk. Brudd vil kunne føre til finansielle tap i form av bøter, men også store omdømmemessige tap.

2.4 Komparative selskaper og gjennomsnittsbransjen

Ved valg av komparative selskaper har vi vektlagt graden av substituerbarhet mellom Europris og konkurrentene i bransjen. I denne vurderingen har vi i første rekke vektlagt graden av overlappende produktkategorier, men også at aktørene er av en viss størrelse med hensyn på

omsetning og antall butikker. Basert på disse kriteriene har vi valgt Clas Ohlson, Jula og Rusta som komparative selskaper i denne utredningen. Vi har vurdert flere selskaper, men mener at sammenligningsgrunnlaget ikke har tilfredsstilt våre krav. Eksempelvis ble Biltema ble utelatt som følge av at kjeden i større grad enn de overnevnte selskapene har byggevarer og bilartikler i sitt produktsortiment. Vi mener de virksomhetene vi har valgt utgjør et representativt utvalg for bransjen, og et relevant sammenligningsgrunnlag for Europris. Nedenfor vil de komparative selskapene presenteres.

2.4.1 Rusta AB

I 1986 ble det første Rusta-varehuset åpnet i Gävle i Sverige. I 2014 etablerte Rusta seg for første gang utenfor Sverige, med etablering av fem varehus i Norge (Rusta, 2019a). Rusta er ikke børsnotert, og grunnleggerne, Anders Forsgren og Bengt-Olov Forssell, er fortsatt hovedaksjonærer og driftere av selskapet.

I dag har Rusta 96 varehus i Sverige, 35 i Norge, og 3 i Tyskland. Selskapet er videre tilstede i Finland gjennom bvu-kjeden *Hong Kong*, som Rusta kjøpte i 2018 (Rusta, 2019b). Rusta har ikke nettbutikk, men har nettside med oversikt over produktsortiment og lagerstatus i de fysiske butikkene.

Selskapet tilbyr varer innen følgende fem produktkategorier: (1) *hjem og innredning*, (2) *gjør det selv*, (3) *fritid*, (4) *skjønnhet og helse*, og (5) *hage* (Rusta, 2019c).

Rustas sentrallager ligger i Åby, nord for Norrköping. Dette sentrallageret ble tatt i bruk i 2015 til fordel for 11 tidligere lagerfasiliteter. Sentrallageret som ble bygget i 2015, var på 65 000 kvadratmeter. Selskapet Swisslog var totalintegratør for sentrallageret (Tungt, 2015). I 2018 ble lageret utvidet til 120 000 kvadratmeter (Affarsliv, 2018).

Rusta har gjennom datterselskaper innkjøpskontorer i Kina, India og Vietnam (Rusta, 2018, s. 7)

Rusta har lojalitetsprogrammet *Club Rusta*. Fordelsprogrammet gir kunden tilbud og rabatter, samt 365 dagers åpent kjøp (Rusta, 2019d).

2.4.2 Jula AB

Jula ble etablert i 1979 som et industriforetak med fokus på salg av jernvarer gjennom postordresalg (Jula, 2019, s. 34). Til liks med Rusta er heller ikke Jula børsnotert, og aksjene eies i dag utelukkende av Karl-Johan Blank, etterkommer av grunnleggeren Lars-Göran Blank.

Selskapet hadde 99 varehus ved utgangen av 2018. Av disse er 53 lokalisert i Sverige, 34 i Norge og 12 i Polen. Selskapet har også nettbutikk i disse landene (Jula, 2019, s. 32).

Selskapet tilbyr produkter innen følgende åtte produktkategorier: (1) *verktøy og maskiner*, (2) *bygg og maling*, (3) *el-artikler og belysning*, (4) *klær og verneutstyr*, (5) *hage*, (6) *fritid*, (7) *bil og garasje*, og (8) *Hjem og husholdning* (Jula, 2019a).

Sentrallageret Jula benytter ligger i Skara i Sverige og er på 150 000 kvadratmeter (Jula, 2019, s. 64). Dette var det største lageret i Nord-Europa da det ble åpnet i 2015 (Mtlogistikk, 2015). Sentrallageret eies av søsterselskapet Jula Logistics AB (Jula, 2018, s. 64).

Selskapet har innkjøpskontorer i Polen og Kina gjennom datterselskaper (Jula, 2019 s. 36).

Selskapet har lojalitetsprogrammet *Jula Club*.

2.4.3 Clas Ohlson

Clas Ohlson ble startet som et postordreforetak i Insjön i Sverige i 1918. Selskapets første butikk utenfor Insjön ble først åpnet i Stockholm i 1989. To år senere, i 1991, åpnet de sin første butikk i Oslo, som også ble deres første butikk utenfor Sverige (Clas Ohlson, 2019a). Siden den gang har selskapet vokst betydelig og ble notert på Nasdaq Stockholm i 1999 (Clas Ohlson, 2019b).

Ved utgangen av 2018 hadde selskapet 232 butikker totalt fordelt på henholdsvis 97 butikker i Sverige, 90 i Norge, 42 i Finland og 3 i UK (Storbritannia) (Clas Ohlson, 2019d, s. 151). De har tidligere hatt butikker i Tyskland, samt et større antall butikker i UK enn de har i dag. Samtlige butikker i UK og Tyskland er imidlertid besluttet å legges ned (Clas Ohlson, 2019d,

s. 5). Selskapet har hatt nettbutikk siden 2016, og har i dag nettbutikk i Sverige, Norge, Finland, UK og Tyskland. Selv om de fysiske butikkene i UK og Tyskland vil legges ned, vil de fortsatt ha nettbutikk i disse landene. Av omsetningen til Clas Ohlson er 94 prosent knyttet til salg i fysiske butikker, men veksten i omsetningen knyttet til internettsalg er sterk (Clas Ohlson, 2019d, s. 11). I 2018 var veksten i omsetningen online på 47 prosent (Clas Ohlson, 2019d, s. 7).

Selskapet tilbyr produkter innen følgende fem produktkategorier; (1) *jernvare*, (2) *elektronikk*, (3) *multimedia*, (4) hjem og (5) *fritid* (Clas Ohlson, 2019c).

Selskapets sentrallager ligger i Insjön i Sverige, og er på 77 000 kvadratmeter (Clas Ohlson, 2019d, s. 62). Selskapet iverksatte i 2019 et kostnadskuttprogram der målet er en kostnadsreduksjon på 250 millioner svenske kroner årlig, uten at butikkenes drift skal påvirkes. Kostnadskuttprogrammet innebærer at 150 til 200 stillinger innen administrasjonen og på sentrallageret i Insjön vil forsvinne. Dette er for å kunne kapitalisere på mulighetene som digitalisering, automatisering og endringer i konsumentadferd fører med seg (Clas Ohlson, 2019d, s. 12).

Clas Ohlson har innkjøpskontorer i Kina (Clas Ohlson, 2019d, s. 4).

I tillegg til å selge varer i fysiske butikker og på nett, tilbyr Clas Ohlson en rekke andre tjenester. Blant annet har de inngått samarbeid med Sveriges største online mat-detaljist, MatHem, som gjør at kunder som bestiller mat med MatHem også kan bestille over 2000 Clas Ohlson produkter og få det levert samlet (Clas Ohlson, 2019d, s. 12). I september i år inngikk Clas Ohlson et tilsvarende samarbeid med Kolonial.no, som er Norges største matbutikk på nett (Dinside, 2019). Videre lanserte Clas Ohlson konseptene *Clas Fix It* og *Fiksedisk* i 2019. *Clas Fix It* et konsept som tilbyr tjenester som installasjon av produkter som kjeden selger, reparasjoner, samt enkle elektro- og VVS-tjenester. *Fiksedisk*, er servicestasjoner i butikken som mellom annet tilbyr nøkkelkutting, fremkalling av bilder, og utlån av verktøy (Clas Ohlson, 2019d, s. 9).

For å utnytte geografiske variasjoner i etterspørselen, benytter selskapet et system kalt *Systems for Clas Ohlson Retail Efficiency, sCORE*), som styrer vareutvalget i den enkelte butikk ut fra hva som selges i de spesifikke området. Selskapet benytter *feeder-stores* i de største byene for

å effektivt kunne foreta *category reset*, det vi si endringer i produktsortimentet til den enkelte butikk (Clas Ohlson, 2019d, s. 9).

2.5 Hvordan Europris skiller seg fra de sammenlignbare selskapene

I dette kapitlet vil vi gå nærmere inn på hvordan Europris skiller seg Clas Ohlson, Jula og Rusta. På bakgrunn av presentasjonen av de komparative selskapene et det tilsynelatende mange likhetstrekk mellom dem. Samtlige aktører har utviklet egne merkevarer, benytter seg av ett stort sentrallager, har innkjøpsavdelinger i Østen, og varekategoriene er i stor grad overlappende. Det er likevel noen forskjeller mellom Europris og de sammenlignbare selskapene. Vi vil her trekke fram *markedsandel i Norge, geografisk tilstedeværelse, lokasjon av sentrallager, strategiske innkjøpssamarbeid, omdømme, franchisebutikker og goodwill*. Disse forskjellene vil her presenteres, før de analyseres nærmere i den kvalitative interne ressursbaserte analysen i kapittel 4.3.

Markedsandel i Norge

Europris skiller seg fra de sammenlignbare selskapene ved å være selskapet i buv-bransjen med størst markedsandel i Norge.

Geografisk tilstedeværelse

Europris skiller seg fra de sammenlignbare selskapene ved å være det eneste selskapet som kun opererer i Norge, og har langt flere butikker på det norske markedet enn de sammenlignbare selskapene. I tillegg til å ha flest butikker, er Europris med sine fysiske butikker tilstede i langt flere geografiske områder i Norge enn de tre andre.

Lokasjon av sentrallager

Samtlige av de komparative selskapene benytter ett større sentrallager. Europris er likevel det eneste av de komparative selskapene som har sentrallager i Norge. Clas Ohlson, Jula og Rusta har alle sentrallager i Sverige.

Strategiske samarbeidsavtaler

Europris skiller seg fra de sammenlignbare selskapene med sitt innkjøpssamarbeid med ÖoB

og Tokmanni. Konstellasjonen er rangert blant de tre største konstellasjonene innen bvu-markedet i Nord-Europa (Europris, 2019i, s. 10). Selskapenes samlede omsetning var i 2017 på nærmere 17,1 milliarder kroner (E24, 2018a). I forbindelse med kjøpet av 20 prosent av Runsvengruppen i 2018, uttalte ledelsen i Europris at de mener samarbeidet med ÖoB potensielt kan redusere selskapenes samlede kostnader med mellom 60 og 80 millioner kroner i året (E24, 2019b).

Omdømme

I en markedsundersøkelse utført av Mediacom ble respondentene spurt om å besvare åtte påstander knyttet til deres handlemønster og oppfattelse av prisnivået og kvalitetsnivået i kjedene Europris, Clas Ohlson, Jula, Rusta, Biltema, Coop OBS, Jernia, Jysk, Nille og Plantasjen (Europris, 2016, s. 57). Tabell 2.4 oppsummerer resultatene fra undersøkelsen.

Spørsmål i undersøkelsen	Rangering
Har generelt lave priser	1
Har et bredt produktsortiment	4
Har gode produkter til fornuftige priser	4
Har produkter med god kvalitet	8
Et sted man kan gjøre et kupp	1
Har godt sesongutvalg	2
Et sted jeg handler ofte	1
Et trivelig sted å handle	4

Tabell 2.4 - Markedsundersøkelse (Europris, 2016, s. 57)

I tabellen fremkommer det hvordan Europris ble rangert av respondentene i forhold til de syv andre selskapene. Resultatene viser at konsumentene oppfatter prisene til Europris som konkurranselidende. Imidlertid kommer kjeden dårlig ut når det gjelder kundenes oppfatning av kvaliteten på varene som selges. På påstanden om kjeden har gode produkter til fornuftige priser rangeres Europris som nummer fire. Likevel svarer respondentene at det er hos Europris de oftest handler. Overordnet viser undersøkelsen at respondentene assosierer Europris med lave priser og at det er hos Europris de oftest handler. Dette tyder på at Europris skiller seg fra de sammenlignbare selskapene med sitt merkenavn og omdømme på det norske markedet.

Franchisebutikker

Europris hadde 34 franchisebutikker i ved avleggelse av kvartalsrapport for tredje kvartal 2019 (Europris, 2019h, s. 4). Ingen av de komparative selskapene benytter franchisekonseptet i sine

forretningsmodeller. Franchisedrift skiller dermed Europris fra de sammenlignbare selskapene.

Goodwill

Som presentert i kapittel 2.1.1 ble morselskapet i forgjengerselskapet av dagens Europris oppkjøpt av oppkjøpsfondet Nordic Capital i 2012. Vederlaget som ble overført ved virksomhetssammenslutningen oversteg nettoverdien av de anskaffede eiendelene og de overtatte forpliktelsene på overtakelsestidspunktet målt til virkelig verdi. Følgelig ble restbeløpet innregnet som goodwill. Som følge av oppkjøpet ble goodwill for i underkant av 1,6 milliarder innregnet i balansen til Europris. Ingen av de komparative selskapene har goodwill i sine balanser. Følgelig skiller Europris seg fra de komparative selskapene ved å ha vokst gjennom oppkjøp, og besitter således en tyngre balanse.

3. Verdsettelsesteknikker

Verdsettelse dreier seg om å konvertere en prognose til et estimat på verdien av et selskaps eiendeler eller egenkapital (Palepu mfl., 2010, s. 315). Generelt er det tre hovedtyper verdivurderingsteknikker: *fundamental*-, *opsjonsbasert*- og *komparativ verdivurdering*. (Damodaran, 2012, s. 11). I dette kapitlet vil de ulike verdsettelsesteknikkene presenteres, og vårt valg av hovedteknikk for verdsettelsen av Europris vil fremgå avslutningsvis. Det teoretiske grunnlaget for kapitlet bygger hovedsakelig på litteraturen til Damodaran (2012), Kaldestad og Møller (2011), Palepu mfl., (2010), Penman (2010), samt rammeverket til Knivsflå (2019).

3.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelsesteknikk er en inntjeningsbasert tilnærming som verdsetter et selskap ut fra forventede fremtidige kontantstrømmer som neddiskonteres til dagens verdi (Kaldestad og Møller, 2011, s. 29). På bakgrunn av kvalitativ og kvantitativ informasjon om selskapet og bransjen utarbeides prognoser for fremtidige kontantstrømmer, avkastningskrav estimeres, og de fremtidige kontantstrømmene diskonteres til dagens verdi basert på avkastningskravene. Selve verdsettelsen kan utføres ved at verdien av egenkapitalen fastsettes *direkte* ved bruk av *egenkapitalmetoden*, eller *indirekte* ved bruk av *selskapskapitalmetoden* (Damodaran, 2012, s. 12). Innen hver av disse metodene er det flere modeller som kan nyttes. Vi vil under presentere de to metodene og de ulike modellene innen hver metode.

3.1.1 Egenkapitalmetoden

Ved bruk av egenkapitalmetoden verdsettes egenkapitalen *direkte*. Grunnmodellen innen egenkapitalmetoden er *utbyttmodellen* som bygger på en forutsetning om at utbytte er eneste kilde til kontantstrømmer for aksjonærer i et selskap (Damodaran, 2012, s. 351). Andre modeller innen egenkapitalmetoden er *fri-kontantstrøm*-, *superprofitt*- og *superprofittvekstmodellen*.

Ved bruk av *utbyttmodellen* verdsettes verdien av egenkapitalen på verdsettelsestidspunktet som nåverdien av forventede fremtidige utbytter, pluss forventet nåverdi av egenkapitalen ved

slutten av perioden (Knivsflå, 2019, F.17, s. 27). Ved bruk av fri-kontantstrøm til egenkapitalen verdsettes egenkapitalen på verdsettelsestidspunktet som nåverdien av fremtidige frie kontantstrømmer til egenkapitalen (Knivsflå, 2019, F.17, s. 31). Frie kontantstrømmer til egenkapitalen er kontantstrømmer som er fri til utbetaling som utbytte (Damodaran, 2012, s. 351)

Superprofittmodellen fastsetter verdien av egenkapitalen i dag som balanseført verdi av egenkapitalen i dag, tillagt nåverdien av forventet fremtidig superprofitt til egenkapitalen. Superprofitten i en periode beregnes som nåverdien av nettoresultatet til egenkapitalen utover resultatkravet til egenkapitalen i samme periode (Knivsflå, 2019, F.17, s. 41). *Superprofittvekst-modellen* verdsetter egenkapitalen som summen av den kapitaliserte verdien av nettoresultatet til egenkapitalen neste år og nåverdien av fremtidig vekst (Knivsflå, 2019, F. 17, s. 54). I samtlige modeller av egenkapitalmetoden nyttes egenkapitalkravet som diskonteringsfaktor.

Til tross for ulike tilnæringer i modellene er de ekvivalente, og gir alltid samme verdiestimat ved konsistent bruk (Knivsflå, 2019, F.17, s. 25).

3.1.2 Selskapskapitalmetoden

Ved *selskapskapitalmetoden* verdsettes egenkapitalen *indirekte*. Dette gjøres ved at verdien av selskapskapitalen, gjelden og eventuelle minoritetsinteresser verdsettes først (Petersen mfl., 2017, s. 297). Dernest finnes verdien av egenkapitalen *indirekte* ved at verdien av gjelden og minoritetsinteresser trekkes fra verdien av selskapskapitalen. Selskapskapitalen kan måles i form av (1) *total kapital*, (2) *sysselsatt kapital* og (3) *netto driftskapital*, og gir opphav til tre ulike metoder for å verdsette egenkapitalen indirekte. Totalkapitalmetoden vil ikke presenteres nærmere da denne metoden anses som utdatert (Knivsflå, 2019, F. 18, s. 5).

Ved *sysselsattkapital-metoden* verdsettes først selskapskapitalen, finansiell gjeld, og minoritetsinteressene hver for seg, ved bruk av fri kontantstrømodellen, superprofittmodellen eller superprofittvekstmodellen. Disse modellene ble presentert i kapittel 3.1.1, og vil her ikke utdypes nærmere. Når verdien av selskapskapitalen, finansiell gjeld og minoritetsinteressene er regnet ut, finnes verdien av egenkapitalen residualt.

Alternativt kan netto driftskapitalmetoden nyttes. Da verdsettes først verdien av netto driftskapital, netto finansiell gjeld og verdien av minoritetsinteressene. Også her benyttes fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen eller superprofittvekstmodellen. Dernest finnes verdien av egenkapitalen ved å trekke verdien av netto finansiell gjeld og verdien av minoritetsinteressene fra verdien av netto driftskapital.

3.2 Opsjonsbasert verdivurdering

En opsjon er en rett, men ikke en plikt til å kjøpe eller selge en underliggende eiendel innen et gitt tidspunkt, eller på et gitt tidspunkt i fremtiden, til en pris som er avtalt på forhånd (Knivsflå, 2019, F.24, 8). Opsjoner medfører slik fleksibilitet for innehaver. På samme måte kan et selskap ha en rett, men ikke en plikt til å gjøre bestemte investeringer (Kaldestad og Møller, 2011, s. 185). Opsjonsbasert verdivurdering er en utvidelse av tradisjonell fundamental verdivurdering med formål og eksplisitt bygge inn verdien av fleksibilitet i verdivurderingen. Ved opsjonsbasert verdivurdering verdsettes fleksibiliteten som real- og finansielle opsjoner gir gjennom opsjonsprising. Fundamental verdsettelse alene vil i enkelte tilfeller, og særlig når det er stor usikkerhet knyttet til fremtiden, undervurdere verdien av en virksomhet (Kaldestad og møller, 2011, s. 32). Dette skyldes at verdien i form av fleksibilitet knyttet til å besitte rettigheter ignoreres. For virksomheter der opsjonselementet utgjør en vesentlig andel av verdiene, vil det derfor kunne være hensiktsmessig å nytte opsjonsbasert verdivurdering som et supplement til fundamental verdivurdering. Ved denne metoden beregnes verdien av egenkapitalen ved følgende formel (Kaldestad og Møller, 2011, s. 33):

$$\text{Verdi} = \text{Statisk verdi} + \text{Nåverdi av særlig fleksibilitet}$$

Statisk verdi innebærer fremtidige kontantstrømmer i et statisk scenario (Kaldestad og Møller, 2011, s. 33). Generelt er verdien av fleksibilitet særlig stor for virksomheter i bransjer med stor volatilitet og stor usikkerhet knyttet til fremtiden (Kaldestad og Møller, 2011, s. 192). Ved fundamental verdivurdering basert på neddiskonterte kontantstrømmer vil høy volatilitet øke beta, hvilket vil øke avkastningskravet som vil medføre redusert forventet nåverdi av de fremtidige kontantstrømmene. Verdien av realopsjoner vil derimot øke som følge av at opsjonselementet stiger i verdi ved økende grad av usikkerhet (Kaldestad og møller, 2011, s. 193).

3.3 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse, også kalt *relativ verdsettelse*, er en verdsettelsesteknikk der verdien av et selskap eller en eiendel estimeres basert på sammenlignende prising i forhold til komparative selskaper eller eiendeler (Damodaran, 2012, s. 19). Komparativ verdsettelse er avhengig av at komparative selskaper eller eiendeler kan identifiseres, og refereres ofte til som en markedsbasert verdsettelsesteknikk (Knivsflå, 2019, F.23, s. 4). Til komparativ verdsettelse nyttes typisk (1) *multiplikatormodeller*, og (2) *substansverdimetoden*. Metodene vil videre presenteres hver for seg.

3.3.1 Multiplikatormodellen

Ved multiplikatormodeller nyttes den *relative* prisingen av komparative selskaper til verdsettelsesformål. Dette gjøres ved å ta utgangspunkt i markedets prising av andre komparative selskaper, og anta at forholdet mellom verdi og faktoren man ser på også gjelder for det selskapet man ønsker å verdsette (Penman, 2010, s. 76).

Typiske multiplikatorer for å estimere verdien av egenkapitalen til en virksomhet er balanseorienterte multiplikatorer som *pris/bok*, og resultat- og kontantstrømorienterte multiplikatorer som *pris/fortjeneste*. I tillegg kan ikke-finansielle bransjespesifikke multiplikatorer som *pris/kunde* nyttes (Kaldestad og Møller, 2011, s.151).

Multiplikatorer er mye brukt i praksis, og en fordel er at de er enkle og lite tidkrevende å ta i bruk (Damodaran, 2012, s. 21). En ulempe er imidlertid at det ofte kan være vanskelig å finne sammenlignbare selskaper med hensyn til størrelse, lønnsomhet, vekst og risiko (Kaldestad og Møller, 2011, s. 156).

3.3.2 Substansverdimetoden

Substansverdimetoden innebærer *direkte* komparativ verdivurdering av eiendeler og egenkapitalverdi. Dette gjøres ved at eiendelene til et selskap verdsettes til det de anslagsvis kan selges for i markedet i dag, basert på observerbare priser på tilsvarende eiendeler. Deretter trekkes markedsverdien av gjelden og forventet skatt knyttet til salg av eiendelene fra, for å finne verdien av egenkapitalen (Kaldestad og Møller, 2011, s. 169). Eiendelenes bruksverdi

ved nåværende bruk tas ikke hensyn til (Kaldestad og Møller, 2011, s. 170). Formelen under illustrerer substansverdimodellen:

$$\text{Verdi egenkapital} = \text{Salgsverdi av eiendeler} - \text{markedsverdi av gjeld} - \text{skatt ved salg}$$

En utfordring ved bruk av substansverdimetoden er at det ikke alltid finner sted et likvid marked for tilsvarende eiendeler, og at salgsverdien til eiendeler derfor vanskelig lar seg identifisere ved å sammenligne med andre. Dersom en industrivirksomhet eksempelvis har spesiallaget produksjonsutstyr som ingen andre i markedet besitter eller etterspør, vil substansverdimodellen være lite egnet. For det første vil andre ikke kunne anvende eiendelen på tilsvarende måte, som vil gjøre at bruksverdien er langt større for det selskapet som faktisk besitter eiendelen. For det andre vil det ikke være mulig å identifisere tilsvarende eiendeler i markedet. Generelt er substansverdimetoden mest aktuell når aktiva i balansen er fysiske eiendeler som er mye omsatt i markedet, og ellers består av lite immaterielle eiendeler. Substansverdimetoden er ellers en vanlig metode for å finne virkelig verdi ved likvidasjon av selskaper. Da tar man hensyn til likvidasjonsverdier fremfor markedsverdien til enkelte eiendelene (Kaldestad og Møller, 2011, s. 171).

3.4 Valg av verdsettelsesteknikk

Hvilken verdsettelsesteknikk som bør legges til grunn i en verdivurdering avhenger av flere forhold, eksempelvis; (1) tilgang på informasjon, (2) bransjespesifikke forhold, (3) *fase i livssyklusen* (4) *tid til disposisjon*, og (5) *krav til pålitelighet* (Kaldestad og Møller, 2011, s. 33-34).

Fundamental verdivurdering forutsetter at nødvendig data for å kunne utarbeide prognoser for fremtiden er tilgjengelig. Europris og Clas Ohlson er børsnoterte foretak, og tilgangen på informasjon for disse selskapene er god. Rusta og Jula er ikke børsnoterte, men årsregnskapene kan kjøpes gjennom bolagsverket, som kan ses på som en svensk utgave av Brønnøysundregisteret. Organisasjoner som handelsorganisasjonen Virke og Statistisk Sentralbyrå publiserer videre informasjon om bransjen som er relevant i en verdsettelse. På bakgrunn av dette er tilgangen på finansiell- og bransjespesifikk informasjon god.

Bransjespesifikke forhold påvirker særlig relevansen av komparative og opsjonsbaserte verdsettelsesteknikker. Komparativ verdsettelse er avhengig av at komparative selskaper kan identifiseres. Opsjonsbasert verdsettelsesteknikk nyttes hovedsakelig som et supplement til fundamental verdsettelse, og relevansen av metoden øker i takt med usikkerhet for fremtiden.

Europpris og de andre komparative selskapene har alle en relativt lang historie innen bvubransjen. Imidlertid er bransjen fremdeles i vekst. De ulike aktørene etablerer stadig nye fysiske butikker, og øker sin omsetning innen e-handel. Faren for avvikling er liten. Dette gir grunnlag for å analysere virksomhetene historisk, samt utvikle fremtidige prognoser.

Som tidligere nevnt er komparative verdsettelsesmodeller mye brukt i praksis, og en årsak er at de er enkle og lite tidkrevende å utføre relativt til fundamental verdsettelse. Vi har imidlertid et semester på å skrive oppgaven, slik at tidsaspektet er mindre relevant for valg av teknikk.

Hovedkriteriet for vårt valg av verdsettelsesteknikk er pålitelighet. På bakgrunn av overnevnte diskusjon har vi valgt *fundamental verdsettelse* som *hovedteknikk*. Ved å kombinere innsikt fra både strategi, regnskap og finans vil dette øke informasjonsgrunnlaget som tas i bruk i analysen, og styrke analysene som gjennomføres. Dette vil øke presisjonen i delkonklusjonene som trekkes, og bidra til å øke presisjonen i det endelige verdiestimatet.

Videre har vi valgt å nytte *komparativ verdsettelse* som *supplerende* verdsettelsesteknikk, i form av *multiplikatormodellen*. Dette gjøres for å øke presisjonen i verdiestimatet.

Den fundamentale verdsettelsen utføres i kapittel 11, og den komparative verdsettelsen utføres i kapittel 12.

3.5 Rammeverk for fundamental verdsettelse

En fundamental verdivurdering består i korte trekk av fem steg: (1) *strategisk analyse*, (2) *regnskapsanalyse*, (3) *utarbeiding av fremtidsregnskap og fremtidskrav* (4) *fundamental verdivurdering*, og (5) *handling basert på verdiestimatet* (Palepu mfl., 2010, s. 11-12). Dette rammeverket samsvarer med rammeverket til Knivsflå (2019).

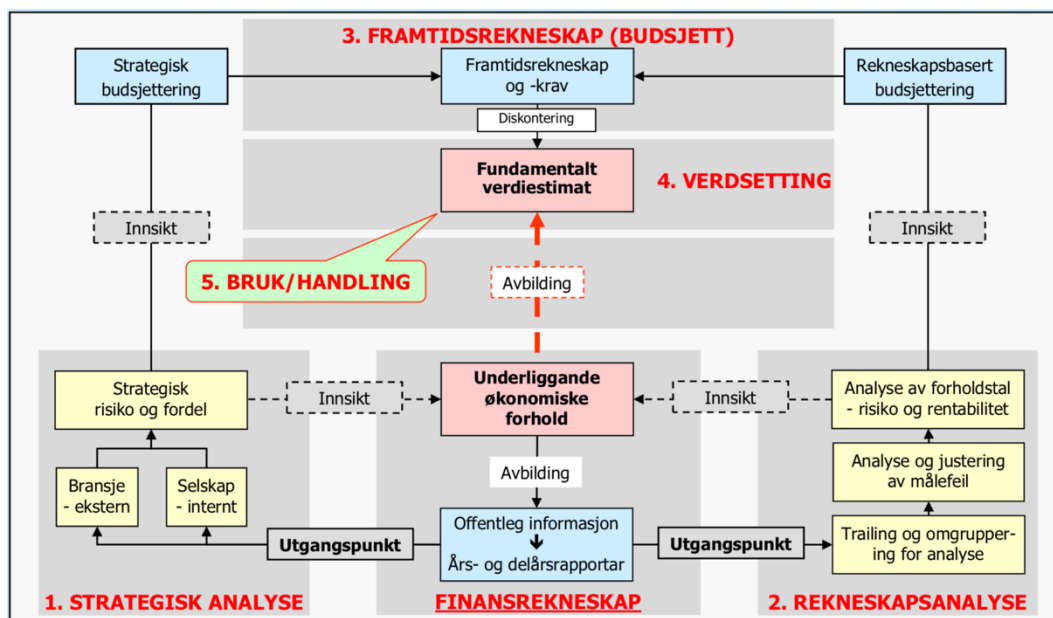
Strategisk analyse utføres i første del for å analysere underliggende økonomiske forhold som påvirker bransjen, samt for å vurdere om Europris har en strategisk fordel eller -ulempe på bakgrunn av sine interne ressurser.

Deretter vil en kvantitativ *regnskapsanalyse* utføres. For å gjøre tallene mer investorervennlige utarbeides trailing årsregnskap, og de rapporterte regnskapstallene omgrupperes og justeres. Deretter gjennomføres en *risikoanalyse* av kortsiktig og langsiktig risiko, og syntetisk rating fastsettes. Innsikten fra de foregående analysene benyttes så til å estimere *avkastningskrav* som gir grunnlag for å utføre en *rentabilitetsanalyse*.

I del 3 nyttes innsikt fra de tre foregående delene til å utarbeide *fremtidsregnskap* og *fremtidskrav*, og selve *verdsettelsen* utarbeides ved å nytte de ulike metodene i fundamental verdivurdering. Avslutningsvis vil vi gjennomføre simuleringer og sensitivitetsanalyser for å avdekke *usikkerhet* i verdiestimatet.

Ved å sammenligne verdiestimatet med børskurs, dannes avslutningsvis en *handelsstrategi* for Europris-aksjen.

Figur 3.1 oppsummerer trinnene i rammeverket:



Figur 3.1 - Rammeverk for fundamental verdivurdering (Knivsflå, 2019, F.1, s. 35).

4. Strategisk analyse

4.1 Rammeverk for den strategiske analysen

Dette kapitlet inneholder en kvalitativ strategisk analyse av Europris. Formålet med analysen er å analysere underliggende økonomiske forhold som påvirker bransjen, samt om Europris sine interne ressurser er kilde til en strategisk fordel- eller ulempe. Konklusjonene som trekkes i den strategiske analysen vil danne utgangspunktet for forståelsen av funnene i den strategiske rentabilitetsanalysen i kapittel 8. Videre vil innsikten fra analysen være sentral ved utarbeidelse av fremtidsregnskap i kapittel 9. Teorigrunnlaget for den strategiske analysen baserer seg i hovedsak på strategilitteratur fra Barney (2014), Baardsen mfl. (2016) og Porter (2008).

Hovedmålet med den strategiske analysen er å kartlegge Europris sin *strategiske posisjon*. Dette dreier seg om å fastslå om Europris har evne til å generere en rentabilitet utover avkastningskravet eller ikke. Dersom rentabiliteten overstiger avkastningskravet har selskapet en *strategisk fordel*, også kalt *superrentabilitet*. Dette kan uttrykkes slik:

$$\text{Strategisk fordel: } r - k > 0$$

Strategisk fordel kan videre dekomponeres i (1) *ekstern bransjeorientert strategisk fordel*, og (2) *intern ressursbasert strategisk fordel*, som uttrykkes slik:

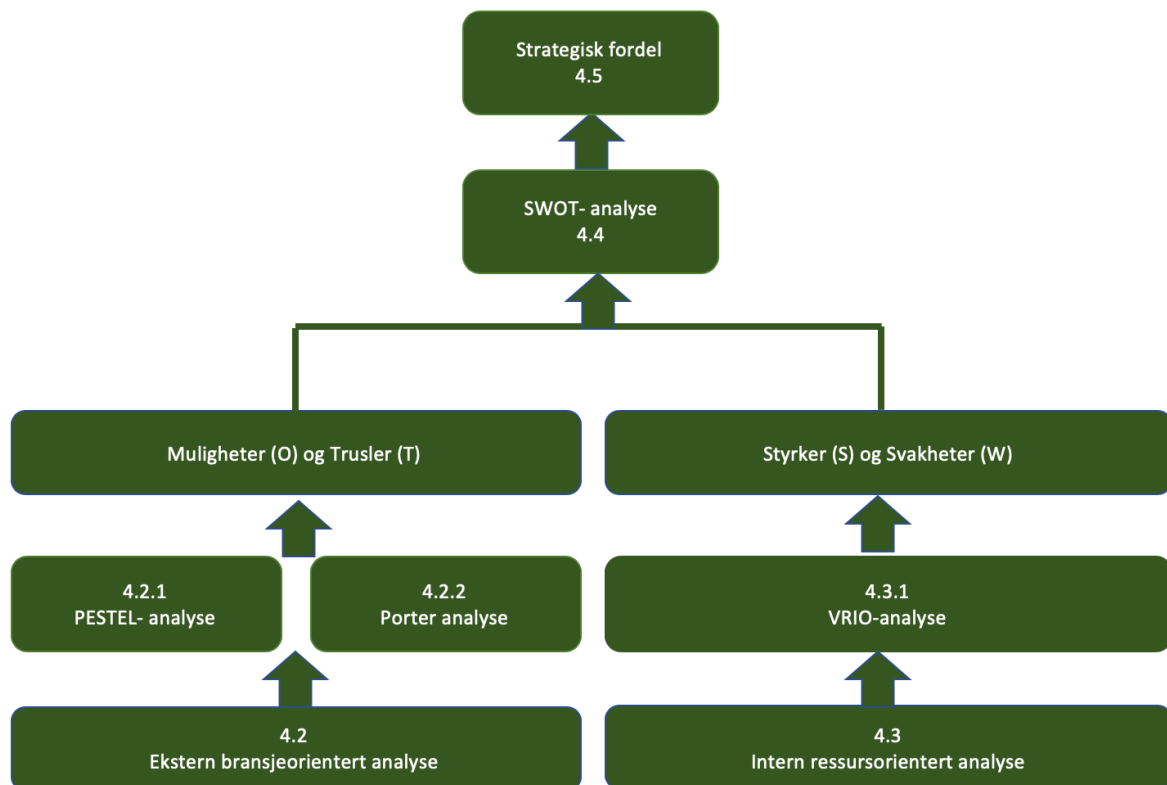
$$\text{Strategisk fordel: } (r_B - k) + (r - r_B) > 0$$

Dersom det første leddet, $(r_B - k)$, er positivt, medfører det at bransjen har en rentabilitet som overstiger avkastningskravet. Dette omtales som en *bransjefordel*. Dersom det andre leddet, $(r - r_B)$, er positivt, medfører det at Europris har en rentabilitet utover det som er tilfellet for gjennomsnittsvirkosheten i bransjen. Dette omtales som en *ressursfordel*. På bakgrunn av de to kildene, vil den strategiske analysen bestå av en *ekstern bransjeorientert analyse* og en *intern ressursbasert analyse*.

Den eksterne bransjeorienterte analysen vil gjennomføres ved bruk av PESTEL-rammeverket, for å analysere *makroforholdene* som påvirker bransjen, samt Michael Porter's femkraftsmodell, for å undersøke *konkurransekraftene* som påvirker bransjen. Formålet med den bransjeorienterte analysen er å undersøke om bvu-bransjen har en bransjefordel- eller ulempe, og hvilke kilder som danner grunnlag for en eventuell fordel/ulempe.

I den interne ressursbaserte analysen vil de interne ressursene til Europris analyseres. Formålet er å avdekke om Europris har ressursfordeler eller ressursulemper sett i forhold til gjennomsnittsvirksomheten i bransjen. Til dette formålet vil VRIO-analyse nyttes.

Rammeverket for den strategiske analysen følger av figur 4.1:



Figur 4.1 - Rammeverk for fundamental verdivurdering

Den eksterne bransjeorienterte analysen vil avdekke muligheter og trusler for virksomhetene som opererer i bransjen. Den interne analysen vil videre avdekke hvorvidt Europris sine ressurser er egnet til å *respondere* på disse mulighetene og truslene. Funnene fra analysene vil derfor sammenkobles og oppsummeres ved bruk av SWOT-analyse i delkapittel 4.4.

Innsikten fra de foregående analysene vil så nyttes til å si noe om hvorvidt Europris har en strategisk fordel eller ikke. Denne innsikten vil være sentral for utarbeidelse av strategisk vekstanalyse i kapittel 4.6 og ved utarbeidelse av fremtidsregnskap i kapittel 9. De ulike analysene vil forklares nærmere når de tas i bruk i utredningen.

Før vi tar fatt på den strategiske analysen ønsker vi å informere om at når vi videre i utredningen refererer til «*analyseperioden*», refererer til perioden 2014 til 2019.

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

Vi vil i dette kapitlet utføre en ekstern bransjeorientert analyse, for å identifisere og analysere faktorer som påvirker bvu-bransjen som *helhet*. En eventuell bransjefordel- eller ulempe vil følgelig være felles for samtlige aktører i bransjen. Til dette formålet vil PESTEL-analyse og Michael Porter's femkraftsmodell nyttes. Forholdene som vil analyseres er presentert i kapittel 2.2 og 2.3.

4.2.1 PESTEL-analyse

I dette kapitlet vil vi gjennomføre en PESTEL-analyse. I en PESTEL-analyse undersøkes forhold i markedssystemet som påvirker en bestemt bransje i dag eller som forventes å kunne påvirke i fremtiden. Formålet med analysen er å gi et oversiktsbilde over hvilke makrofaktorer som har, eller som forventes å ha fremtidig innvirkning på bransjens fremtidige vekst og retning. PESTEL-analyse grupperer en virksomhets omgivelser, også kalt eksterne arbeidsbetingelser, i følgende seks kategorier av forhold: *Politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, samfunnsmessige og legale* forhold (Baardsen mfl. (2016). Faktagrnnlaget for analysen er forholdene presentert i kapittel 2.3.

Politiske forhold

For bvu-bransjen har vi tidligere omtalt *norske særavgifter, Verdenspostkonvensjonen, selskapskattesats og bomringer* som politiske forhold vi ønsker å undersøke nærmere med hensyn på innvirkning på bransjen. Disse forholdene ble presentert i kapitel 2.3.1.

Sukkeravgift og 350-kronersgrensen

Økningen i sukkeravgift på sjokolade- og sukkervarer og alkoholfrie drikkevarer i 2017, bidro til høyere innkjøpspriser for bvu-bransjen. Sterk konkurranse gjorde at aktørene ikke hadde mye marginer å oppgi, og resultatet ble prisstigning på varene. En konsekvens av dette ble *kanalglidning*, ved at norske forbrukere i større grad enn tidligere handlet sukkerholdige næringsmidler i Sverige og i utenlandske nettbutikker.

Avgiftsfritaket for varesendinger av beløp under 350 kroner har bidratt til å forsterke denne effekten. Som nevnt i kapittel 2.3.1 ble økningen i sukkeravgift på sjokolade- og sukkervarer reversert i 2018, mens avgiften ble stående på alkoholfrie drikkevarer. Dermed er fremdeles sukkeravgiften med å stimulere norske forbrukere til å handle omtalte drikkevarer fra utenlandske nettbutikker fremfor i norske butikker.

Dersom 350-kronersgrensen fjernes i 2020, vil det innebære at sukkerholdige næringsmidler vil måtte deklarerer, samt at særavgifter og merverdiavgift vil påløpe fra første krone. Vi mener dette vil redusere kanalglidningen av sukkerholdige næringsmidler som følge av at det blir dyrere å kjøpe sukkerholdige varer fra utlandet. Imidlertid vil det være mulig å unngå sukkeravgiften ved grensehandel. Dersom forslaget trer i kraft mener vi konkurransefordelen utenlandske aktører har fremfor de norske, vil reduseres betydelig. Dette vil føre til at norske forbrukere i større grad vil ønske å handle disse varene i Norge, og konkurransen vil skje på mer like vilkår.

Videre vil innføring av merverdiavgift på alle varer til en verdi under 350 kroner føre til at det blir relativt dyrere for norske forbrukere å handle småvarer fra utlandet. Sett i lys av bvubransjens fokus på nettopp lavpris og bredt vareutvalg, mener vi dette vil kunne føre til «comeback» av enkelte småvarer i butikkene. Imidlertid mener vi at handel fra utenlandske nettbutikker med varer i prisklassen 350 til 3000 kroner kan ventes en økning dersom forslaget innføres, som følge av at tollavgiften fjernes i dette beløpsintervallet. Vår analyse viser imidlertid at svært mange av varekategoriene som bvubransjen selger, i dag ikke er omfattet av tollavgift. Likevel vil et fortollingsgebyr påløpe. Dette i motsetning til klær, der tollavgiften er 10,7 prosent, i tillegg til fortollingsgebyret. Dette taler for at konsekvensene av endringene blir større for klesbransjen enn for bvubransjen.

Oppsummert mener vi at en fjerning av 350-kronersgrensen i 2020 vil være positivt for norske bvu-aktører. Vi venter at netthandel med småvarer, sjokolade og godteri og omtalte drikkevarer fra utlandet vil bli mindre attraktivt for norske forbrukere, og at bvu-aktørene vil få bedre konkurransevilkår for denne typen varer. Imidlertid ser vi på økningen i tollfrigrense som negativt, da forbrukerne vil slippe tollavgift og fortollingsgebyr på varer mellom null og 3000 kroner. Siden mange av varekategoriene bvu-bransjen tilbyr i dag ikke har tollavgift, ser vi på endringen som noe mindre dramatisk. Vi mener ulempen ved økning i tollfrigrensen fra null til 3 000 kroner utligner innføringen av toll og merverdiavgift på varer under 350 kroner. Vi anser særavgiftene for å påvirke den norske bvu-bransjen negativt i *liten* grad i dag, og for å påvirke bransjen negativt i *liten* grad dersom 350-kronersgrensen fjernes.

Verdenspostkonvensjonen

Som presentert i kapittel 2.3.1 innebærer verdenspostkonvensjonen at de industrialiserte landene subsidierer frakten på mindre pakkesendinger fra utviklingsland. Vi anser dette som en medvirkende årsak til høy og økende utenlandsk netthandel fra land som eksempelvis Kina. Norske nettbutikker må betale frakt på sine sendinger. Denne fraktkostnaden overføres til kunden i form av høyere varepris eller ved at kunden dekker frakten. Når det gjelder mindre pakker som nordmenn bestiller fra Kina er dette tilnærmet fraktfritt for kunden. Dette er konkurransevridende i disfavør av norsk varehandel. Videre forsterkes denne effekten ytterligere av 350-kronersgrensen. Konsekvensen er at norske forbrukere kan handle brevpakker med verdi under 350 kroner fra Kina uten toll- og merverdiavgift, samtidig som frakten er subsidiert. Til tross for stor motstand ble det i slutten av september kjent at Kina beholder klassifiseringen som et land i en overgangsfase.

Med innføringen av en hasteavgift på administrasjon av pakkesendinger fra land utenfor EU i 2018, har Sverige likevel klart å legge en stor demper på netthandelen fra land som Kina. I tillegg har ikke Sverige hatt en tollfrigrense, og merverdiavgift har påløpt fra første krone. Posten Norge har også iverksatt tiltak for å redusere sine kostnader knyttet til behandling av pakkesendinger fra Kina. Imidlertid ser det ikke ut til å innebære betydelig økte kostnader for kjøper i Norge, hvilket ikke direkte bidrar til å dempe konkurransevridningen. Dette drar i retning av at den norske bvu-bransjen har, og har hatt en konkurranseulempen i forhold den svenske.

På bakgrunn av at Kina og tilsvarende land beholder dagens klassifisering i Verdenspostkonvensjonen, mener vi at den konkurransevridende effekten vil holde frem. Imidlertid venter vi at fjerningen av 350-kronersgrensen vil føre til at cocktaileffekten de to har hatt i samspill forsvinner, og at konkurranseulempen til norske aktører reduseres, og være uendret for svenske aktører. Vi anser Verdenspostkonvensjon for å ha negativ påvirkning på bransjen i *liten* grad.

Bomringer

Som presentert i kapittel 2.3.1 er det gjort relativt få studier på bomringers virkning på varehandelen de senere år. I rapporten til Asplan Viak fra 2012, basert på undersøkelser ved innføringen av bomringer i Trondheim og Namsos i henholdsvis 1991 og 2003, ble det imidlertid konkludert med at det ikke kunne påvises at varehandelen ble påvirket av innføring av bomringer.

Vi mener likevel at konsekvensene av bomringer for varehandelen kan ha endret seg siden disse undersøkelsene ble gjennomført som følge av mer digitaliserte forbrukere som i større grad enn tidligere handler på internett. Flere bomstasjoner vil føre til at det blir dyrere for flere å reise til og fra butikken. Vi anser dette som negativt for fysisk varehandel da det blir relativt billigere å handle på internett, som følge av at bompenger vil representere en ekstrakostnad ved å handle i fysiske butikker. At flere husholdninger benytter større andeler av sine midler på bompenger, vil også føre til at de har mindre å nytte på andre varer og tjenester. Videre vil flere bomringer føre til økte transportkostnader for aktørene i bransjen, som vil gjøre at vareprisene må økes for at marginene skal opprettholdes alt annet like.

Til tross for manglende empirisk støtte for at bompenger påvirker de fysiske butikkene i varehandelen negativt, mener vi likevel at bomringer har innvirkning på bransjen. Vi mener bompenger vil utgjøre en ekstrakostnad for forbrukere som velger å handle i fysiske butikker, og at bompenger inngår som en faktor i enkelte forbrukeres beslutningsgrunnlag for valg av handelskanal. På bakgrunn av at forbrukere blir stadig mer digitaliserte og vant til å handle på internett, mener vi likevel at bompenger vil påvirke forbrukernes valg av handelskanal mer i fremtiden.

Som presentert i kapittel 2.3.1 skiller Norge seg fra øvrige nordiske land ved å ha langt flere bomstasjoner. Etersom Europris kun opererer i Norge, vil selskapet derfor påvirkes mer av

bompenger enn de komparative selskapene som også opererer i andre nordiske land. Vi anser likevel bompengers påvirkning på bransjen som helhet for å være *marginal*.

Selskapsskattesats

Som presentert i kapittel 2.3.1 har Norge hatt, og har høyere selskapsskatt enn Sverige og Finland. Størrelsen på selskapsskatten påvirker lønnsomheten til aktørene, og følgelig vil det være gunstig for Clas Ohlson, Jula og Rusta at selskapsskattesatsen er lavere i Sverige og Finland enn i Norge. Denne fordelene har imidlertid blitt redusert siden 2013, da differansen mellom selskapsskattesatsene i landene har blitt redusert. En høyere selskapsskattesats i Norge, vil likevel kunne gi opphav til en *marginal ulempe* for Europris.

Konklusjon politiske forhold

Den politiske situasjonen i Norden er stabil. Norske aktører konkurrerer i større grad enn tidligere på lik linje med utenlandske aktører, ved at selskapsskattesatsen i Norge har nærmet seg selskapsskattesatsene i øvrige nordiske land. Norske særavgifter, Verdenspostkonvensjonen og bomringer anses for å ha en viss negativ betydning for bransjen, men anses ikke for å være vesentlig. Vi har likevel valgt å drøfte de tre temaene da de er dagsaktuelle tema for varehandelen, og mye omtalt politisk og i media. Samlet anser vi politiske faktorer for å ha en *nøytral* påvirkning på bvu-bransjen.

Faktor	Veldig negativ	Negativ	Nøytral	Positiv	Veldig positiv
Politiske forhold			X		

Tabell 4.1 - Politiske faktorer sin påvirkning på bvu-bransjen

Økonomiske forhold

Av økonomiske forhold av relevans for bvu-bransjen ble følgende forhold identifisert i kapittel 2.3.2: *BNP per innbygger, styringsrenten, valuta, prisnivå og prisutvikling, og kjøpekraft*.

BNP per innbygger, kjøpekraft, og prisnivå og prisutvikling

Tallene som ble presentert i kapittel 2.3.2 viste at Norge har høyere BNP per innbygger enn Sverige og Finland, og betydelig høyere enn gjennomsnittet for EU. Dette tyder på at aktivitetsnivået i Norsk økonomi er godt, og at velstandsnivået er høyt. Alle de nevnte landene har også høyere BNP per innbygger enn gjennomsnittet for EU. Imidlertid har Finland hatt relativt svak økonomisk vekst i årene etter finanskrisen.

Videre ble det presentert tall som viste at prisutviklingen på varer og tjenester i Norge har vært relativt stabil i perioden 2005 til 2018, og ligget tett opp til inflasjonsmålet på to prosent. Prisveksten i Sverige har vært mer fluktuerende i samme periode, men har vært positiv i perioden 2016 til 2018. I Finland var prisveksten noe svakere i perioden 2016-2018 enn i perioden 2011-2013.

Når det gjelder kjøpekraften til den gjennomsnittlige nordmann hensyntatt virkningen av inflasjon og skatter har den økt i hele perioden fra 2009 til 2018 med unntak av i 2016. Kjøpekraften til et lands befolkning har virkninger for etterspørselssiden i en økonomi, og økt kjøpekraft er således positivt for varehandelen. Imidlertid var utviklingen svakere i årene etter oljeprisfallet i 2014, men har tatt seg opp igjen i tiden etter. At norsk økonomi går bedre er også årsaken til at Norges Bank startet med rentehevinger i september 2018, og hevet den ytterligere utover i 2019 til tross for delte meninger i fagmiljøene.

I Finland var utviklingen i disponibel inntekt per husstand svak i årene 2011 til 2013. De samme årene var prisveksten høy i Finland, som kan være en medvirkende årsak til at utviklingen i disponibel inntekt var svak. I Sverige har utviklingen i disponibel inntekt per husstand vært positiv i hele perioden 2012 til 2017, men noe svakere i 2016 og 2017. Høyere prisvekst i 2016 og 2017 vil være medvirkende årsak til svakere utvikling i disponibel inntekt i Sverige disse årene.

Hvordan en liten åpen økonomi i en stadig mer globalisert verden vil utvikle seg i fremtiden, avhenger i stor grad utviklingen i verdensøkonomien. Endringer i internasjonal vekst og endringer i valutakurs er sentrale forhold som vil gi utslag i en økonomi. Dette vil kunne påvirke arbeidsledighet, prisvekst og kjøpekraft, og dermed etterspørselen etter varer og tjenester. I hvilken grad etterspørselen reduseres som følge konjunktursvingninger avhenger av priselastisiteten til det enkelte godet. Ved en svekkelse i kjøpekraft vil konsumentene være mer prisbevisste når de foretar innkjøp, og i større grad velge de billigste produktene fremfor mer profilerte merkevarer (NOU 2011;4 s.51). På bakgrunn av dette mener vi bvü-bransjen er mindre konjunkturfølsom for negativ utvikling i økonomien enn øvrig varehandel.

Valutakurs

Som nevnt i kapittel 2.2, kjennetegnes bvü-bransjen av mye import fra Østen (Hovedorganisasjonen Virke, 2017, s. 22). For Europris utgjør import fra Kina hele 40% av

vareimporten (Europris, 2018, s. 36). Varene som handles fra Kina betales i all hovedsak i amerikanske dollar (Europris, 2018, s. 68). For aktørene i bransjen er det mulig å sikre seg mot sterke svingninger i valutakursen (volatilitet) på kort- og mellomlang sikt, noe som er viktig for stabil og forutsigbar drift. Når det kommer til langvarig kronesvekkelse er dette tyngre å sikre seg mot, og det vil etterhvert bidra til at varene blir dyrere å importere. Konkurransen i bransjen er sterk, og høyere innkjøpspriser vil slå ut i lavere marginer og lønnsomhet. Imidlertid blir det også relativt dyrere for forbrukere å handle varer i utenlandsk valuta gjennom utenlandske nettbutikker, noe som kan tenkes å ha en viss positiv effekt på bvu-bransjen.

Til liks med den norske, er også den svenske kronen svak i forhold til den amerikanske dollaren. Dersom man ser på valutakursene i et lenger perspektiv, vil man kunne se tydelige sykliske tendenser, og at både den svenske og den norske kronen ligger rundt historisk lave nivåer. Da både de svenske og de norske bransjeaktørene har betydelige andeler av sine varekostnader i USD og EUR, anser vi dagens valutakurser for å være negativt for både den norske og den svenske bvu-bransjen. Imidlertid mener vi at tradisjonell faghandel er hardere rammet av en svekket norsk krone og at dette er, og har vært en medvirkende årsak til *bransjeglidning* i favør av bvu-bransjen.

Clas Ohlson, Jula og Rusta har betydelige inntekter i norske kroner gjennom sine norske virksomheter. En svak norsk krone i forhold til den svenske, bidrar til lavere resultat for morselskapet i Sverige, ved utbytte og veksling fra NOK til SEK. Dette anser vi likevel som ubetydelig for videre drøftelse.

Det er vanskelig å predikere hvordan den videre utviklingen i valutakursen vil bli. Imidlertid er det noen pekepinner vi velger å forholde oss til. Norges sterke finansielle stilling, høyt utdannede befolkning og tilgangen på naturressurser, mener vi reduserer nedsiderisikoen for videre depresiering av den norske kronen. Likevel har den norske kronen historisk sett hatt en binding til oljeprisen, der en høy oljepris typisk har medført høy kronekurs.

Den siste tiden har vi sett tendenser til et økende skifte fra fossile energikilder til fornybare, hvilket isolert sett vil kunne dempe etterspørselen etter norsk olje og gass. Videre er det politisk uenighet mellom partigrupperinger i Norge med hensyn på utfasing av norsk oljeindustri. Vi har ikke tenkt å analysere tilbuds- og etterspørselssiden i oljemarkedet

nærmere i denne oppgaven, da det vil kreve en avhandling alene. Videre så vi i kapittel 2.3.2 at både den europeiske og den amerikanske sentralbanken nylig har kuttet renten, mens Norges Bank har hevet renten. På grunnlag av dette venter vi at den norske kronen vil styrke seg noe i tiden som kommer, hvilket vil være positivt for den norske bvu-bransjen.

Styringsrente

Som presentert i delkapittel 2.3.2 har styringsrenten i Norge og Sverige vært uvanlig lav historisk de siste årene. Imidlertid har styringsrenten vært lavere i Sverige enn i Norge. Dette medfører at Europris som kun opererer i Norge forventes å ha hatt høyere rente på sine lån enn de komparative selskapene, som alle er hjemmehørende i Sverige.

Konklusjon økonomiske forhold

Som en konsekvens av finanskrisen i 2008 og nedgang i den globale økonomien, har rentene i de nordiske landene vært lave i tiden etter. Til tross for at lave renter oppfordrer til forbruk fremfor sparing, mener vi at følgene av finanskrisen har ført til et mer forsiktig økonomisk sentiment i den nordiske befolkningen, da nedgangskonjunkturen sitter frisk i minne. Dette kan anses som et sosiokulturelt forhold, men siden det er direkte avledet av den økonomiske utviklingen, tar vi det med her. Selv om Norge stod relativt støtt gjennom finanskrisen, ble Norge hardere rammet av oljeprisfallet i 2014. Dette mener vi har ført til mer prisbevisste konsumenter, som velger lavprisvarer i enkelte kategorier, for å finansiere premiumvarer i andre kategorier. Middelsegmentet er således hardt presset. Videre har vi sett at både den norske og den svenske kronen har vært, og fremdeles er på historisk lave nivåer. Konsekvensen er økte varekostnader, da en signifikant andel av aktørenes varekostnad er i utenlandsk valuta. Den harde konkurransen i faghandelen gjør det vanskelig for faghandlene å føre økte varekostnader over på kunden. Konsekvensen er som vi har sett; «retail apocalypse», der en rekke fysiske butikker har bukket under. Dette har videre skapt rom for nye aktører som evner å se muligheter der andre har feilet. Dette, sammen med en allerede lite utviklet bvu-bransje, mener vi er en medvirkende årsak til den høye etableringsraten innen bvu-bransjen de senere årene. Dette har gitt forbrukerne et alternativ til tradisjonell faghandel, og vi mener dette er en medvirkende årsak til den omfattende *bransjeglidningen* de senere årene, i favør av bvu-bransjen. Av den grunn konkluderer vi med at de økonomiske makroforholdene har vært, og er, *positive* for bvu-bransjen.

Faktor	Veldig negativ	Negativ	Nøytral	Positiv	Veldig positiv
Økonomiske forhold				X	

Tabell 4.2 - Økonomiske forhold sin påvirkning på bvu-bransjen

Sosiokulturelle forhold

I kapittel 2.3.3 identifiserte vi *demografiske forhold* og *forbrukerholdninger* som relevante sosiokulturelle forhold for bvu-bransjen. I hvilken grad disse forholdene påvirker bvu-bransjen vil nå analyseres.

Demografiske forhold

At den nordiske befolkningen fremskrives vekst, vil representere en vekstmulighet for varehandelen ved at en økende befolkning vil etterspørre varer og tjenester. Vi anser likevel befolkningsvekst for å ha *liten* påvirkning på bvu-bransjen på mellomlang sikt.

Urbanisering ser vi på som positivt for bvu-bransjen. Forretningsmodellen til bvu-aktørene er avhengig av et visst befolkningsgrunnlag for å være lønnsomme, og aktørene unngår etablering på steder med manglende befolkningsgrunnlag og svake vekstprognoser. Trenden i dag er sentralisering og urbanisering som bidrar til befolkningsvekst i byer og tettbygde strøk, mens folketallet i utkantene reduseres. For mindre nærbutikker er dette negativt, men for aktørene i bvu-bransjen fører dette til at flere områder blir mer attraktive. På bakgrunn av aktørene sine etablerings- og forretningsmodeller anser vi urbanisering for å være *positivt* for bvu-bransjen.

Forbrukerholdninger

I motsetning til holdninger som får fotfeste i befolkningen, har moter og trender en tendens til å forsvinne like fort som de kommer. Denne analogien er relevant i forhold til hvordan vi skal klassifisere forholdene omtalt i avsnitt 2.3.3. Betydningen det gitte forholdet har på en prosess eller tilstand, vil naturligvis være med å avgjøre i hvilken grad forholdet blir kort- eller langvarig. Videre avhenger det av den totale endringsviljen i befolkningen, og om prosessene er valgfrie eller påtvungne, som nevnt i avsnitt 2.3.3. De ulike trendene og holdningene knyttet til miljø og klima som brer om seg i dag, bygger på faktiske forhold vi alle omgås. De siste årene har vi flere steder sett at været blir mer ekstremt, og det ekstreme inntreffer oftere enn tidligere. Det at konsekvensene av forholdene som forsøkes bekjempet er så tydelige, gir tilknyttede trender og holdninger ytterligere styrke, og oppnår med det større oppslutning i

befolkningen. Dette mener vi taler for at holdningsendringer har grobunn for å etablere seg i befolkningen, og kan føre til politiske endringer på lengre sikt. Imidlertid er det enda frivillige holdninger, og det angår med det sosiokulturelle forhold. Vi mener dette har liten påvirkning på det norske bv-markedet i dag.

Imidlertid vil det kunne få store konsekvenser for bransjen, om det i fremtiden blir fattet politiske beslutninger knyttet til delings- og sirkulærøkonomi som setter begrensninger på forbruk og varehandel slik vi kjenner det i dag. Ungdommen som i dag streiker for klimaet vil i fremtiden kunne gå inn i styrende posisjoner både i næringsliv og politikk. Videre ser vi at trender og tidligere kampanjer, i dag går over til å få politisk fotfeste. Et eksempel på det er at Miljøpartiet de Grønnes leder, Lan Marie Nguyen, fikk flest personstemmer i Oslo under kommunevalget i 2019. På grunnlag av diskusjonen over anser vi trender og holdningsendrende kampanjer for å kunne utgjøre en moderat trussel for det norske bv-markedet på lang sikt, men for å ha liten innvirkning på bransjen i dag.

Konklusjon sosiokulturelle forhold

En økende befolkning vil representere vekstmuligheter for bransjen. Videre fører urbanisering til at flere geografiske områder blir mer attraktive for aktørene i bransjen. At forbrukere blir mer miljøbevisste, vil representere en trussel for bransjen på sikt, men anses i dag for å ha liten påvirkning. På bakgrunn av dette anser vi sosiokulturelle forhold for å ha *positiv* påvirkning på bransjen.

Faktor	Veldig negativ	Negativ	Nøytral	Positiv	Veldig positiv
Sosiokulturelle forhold				X	

Tabell 4.3 - Sosiokulturelle forhold sin påvirkning på bv-bransjen

Teknologiske forhold

I kapittel 2.3.4 identifiserte vi (1) *datagenererende kanaler og lojalitetsprogrammer* og (2) *digitalisering, robotisering og automatisering* som teknologiske forhold med innvirkning på bransjen. Disse forholdene vil analyseres under.

Datagenererende kanaler og lojalitetsprogrammer

Ved å analysere kundedata kan aktørene i bransjen få et helhetlig bilde av sine kunder og med en viss sannsynlighet kunne predikere hvilke produkter en bestemt kunde er interessert i. Disse

analysene kan så nyttes til å personalisere tilbud og markedsføring rettet mot kunden. Dette bidrar til å øke treffsikkerheten i markedsføringen. Videre kan kundedata nyttes til å optimalisere produktsortimentet i butikkene, og avdekke trender og endringer i handlemønstre. Oppsummert mener vi datagenererende kanaler og lojalitetsprogram styrker aktørens kundedialog.

Digitalisering, automatisering og robotisering

Digitalisering, automatisering og robotisering bidrar til effektivitets- og produktivitetsgevinster. I bvu-bransjen konkurrerer aktørene i stor grad på pris, og effektive prosesser er sentralt for å holde kostnadene nede og for å opprettholde marginene. Ny teknologi på disse områdene blir stadig utviklet, og vi anser det som essensielt for aktørene i bransjen å kontinuerlig følge med på de mulighetene som ny teknologi fører med seg.

Konklusjon teknologiske forhold

Vårt inntrykk er at aktørene i bransjen er proaktive med hensyn på å ta i bruk ny teknologi, både i form av automatisering og robotisering av lagersystemer, og bruk av stordata for å øke presisjonen i sin markedsføring og kundedialog. Dette bidrar til produktivitetsgevinster, og reduserte kostnader. På bakgrunn av dette anser vi teknologiske forhold for å ha *positiv* påvirkning på bransjen. For fremtiden anser vi det som essensielt for aktørene i bransjen å kontinuerlig følge med på de mulighetene som ny teknologi fører med seg.

Faktor	Veldig negativ	Negativ	Nøytral	Positiv	Veldig positiv
Teknologiske forhold				X	

Tabell 4.4 - Teknologiske forhold sin påvirkning på bvu-bransjen

Miljømessige forhold

Av miljømessige forhold av betydning for bvu-bransjen, identifiserte vi i kapittel 2.3.5 *forbrukertrender* og *miljøreguleringer* i internasjonal og nasjonal lovgivning. Forbrukertrender ble analysert under sosiokulturelle forhold, og vil derfor ikke analyseres nærmere her.

Vi anser innholdet i EUs pakke for sirkulær økonomi og EUs avfallsregelverk for å ha liten påvirkning på aktørene i bvu-bransjen, da vi mener de kravene som stilles vil være relativt

enkle for aktørene å overholde. På bakgrunn av dette anser vi miljømessige forhold for å ha *nøytral* påvirkning på bvu-bransjen i dag.

Faktor	Veldig negativ	Negativ	Nøytral	Positiv	Veldig positiv
Miljømessige forhold			X		

Tabell 4.5 - Miljømessige forhold sin påvirkning på bvu-bransjen

Legale forhold

I kapittel 2.3.6, identifiserte vi *arbeidsrettigheter* og *korrupsjonsrisiko* som relevante legale forhold for bvu-bransjen.

For å unngå omdømmetap og finansielle tap, er det avgjørende for aktørene i bvu-bransjen å sikre at de overholder korrupsjonslovgivning og at deres leverandører oppfyller de internasjonale reglene for arbeidslivet slik de er uttrykt i konvensjonene til FNs internasjonale arbeidsorganisasjon. Regnskapsloven §3-3 stiller krav til at store foretak skal inkludere en redegjørelse om samfunnsansvar i sin årsberetning. Dette innebærer mellom annet å redegjøre for hva foretaket gjør for å integrere hensynet til menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter og sosiale forhold, samt for å bekjempe korrupsjon. Europris og Clas Ohlson som rapporterer etter IFRS inkluderer også en bærekraftsrapport i sine årsrapporter, der de opplyser om hvilke tiltak de har implementert på disse områdene. Til tross for at aktørene i bvu-bransjen er bevisst sitt samfunnsansvar, og har iverksatt retningslinjer for å hindre at brudd forekommer, vil det likevel være en risiko for at brudd vil kunne forekomme. Likevel anser vi legale forhold for å ha *nøytral* påvirkning på bvu-bransjen.

Faktor	Veldig negativ	Negativ	Nøytral	Positiv	Veldig positiv
Legale forhold			X		

Tabell 4.6 - Legale forhold sin påvirkning på bvu-bransjen

Oppsummering PESTEL-analyse

Faktor	Veldig negativ	Negativ	Nøytral	Positiv	Veldig positiv
Politiske forhold			X		
Økonomiske forhold				X	
Sosiokulturelle forhold				X	
Teknologiske forhold				X	
Miljømessige forhold			X		
Legale forhold			X		

Tabell 4.7 - Oppsummering PESTEL-analyse

Konklusjonene trukket i PESTEL-analysen fremkommer av tabell 4.7. Som det fremkommer av oppsummeringen i tabellen, er det flere forhold som påvirker bvu-bransjen. Det er likevel *økonomiske*, *teknologiske*, og *sosiokulturelle* forhold vi anser for å i dag ha, og for å i fremtiden vil ha størst innvirkning på bransjen. De *teknologiske forholdene* anses som spesielt sentrale i en bransje der konkurransen i stor grad utspiller seg rundt pris og der effektivitet i alle prosesser er avgjørende for å holde kostnadene nede. Ved bruk av datagenererende kanaler og lojalitetsprogrammer vil det være mulig å vri konkurransen til andre grunnlag enn pris. Samtlige av de komparative selskapene har kundeklubber som presentert i kapittel 2.4, og jobber kontinuerlig med å styrke sin kundedialog. Videre er trenden at aktørene automatiserer sine lagerfasiliteter for å effektivisere driften og redusere kostnader. Dette legger grunnlag for stordriftsfordeler. Videre er befolkningsøkning og spesielt urbanisering positivt for bransjen, da dette gjør flere områder attraktive for aktørene. Videre mener vi det *økonomiske* makrobildet de senere årene har ført til mer prisbevisste konsumenter. Sammen med historisk lav norsk- og svensk kronekurs, mener vi dette har vært en medvirkende årsak til «*retail apocalypse*» blant fysiske butikker i middelsegmentet, der konkurransen anses for å være svært stor. Dette har gitt grobunn for bvu-bransjen, som i stor grad har vokst fram på grunnlag av bransjegliding og prisbevisste forbrukere.

PESTEL-analyse gir et sentralt grunnlag for å forstå makrofaktorer som påvirker en bransje, men for å forstå hvilke konkurransekrefter som påvirker bransjen bør en ekstern bransjeorientert analyse suppleres med andre verktøy. I det kommende delkapittelet vil vi derfor benytte Michal Porters rammeverk for å analysere bransjen nærmere.

4.2.2 Porters femkraftsmodell

Michael E. Porter publiserte i 1979 artikkelen *How Competitive Forces Shape Strategy*. Artikkelen skisserte opp rammeverket som i dag kjennes som *Porters fem krefter*, et rammeverk som benyttes for å analysere konkurransekraftene i en bransje. De fem konkurransekraftene i Porters rammeverk er (1) *trussel fra inntrengere*, (2) *leverandørenes forhandlingsmakt*, (3) *kundenes forhandlingsmakt*, (4) *trussel fra substitutter* og (5) *graden av rivalisering i bransjen* (Hill & Jones, 2013, s. 49). Vi vil studere hver av de fem kreftene for å søke å forstå hvilke konkurransekrefter som påvirker bvu-bransjens lønnsomhet og resultater, og dermed aksjonærenes avkastning. Analysen bygger på forhold presentert i kapittel 2.2 og 2.3.

Trussel fra nyetableringer

Antallet konkurrerende aktører i et marked påvirker graden av rivalisering og dermed lønnsomheten i en bransje. Gitt at lønnsomheten i en bransje er god vil nye aktører entre markedet, med mindre det er etableringsbarrierer som avskrekker eller hindrer de fra å gjøre det. For å analysere trusselen fra inntrengere i bvu-bransjen, vil vi derfor analysere *etableringsbarrierene* i bransjen. Med etableringsbarrierer menes egenskaper ved et marked som gjør det mindre attraktivt for nykommere enn for allerede etablerte aktører (Baardsen mfl., 2016, s. 101). For bvu-bransjen anser vi *irreversible investeringer*, *stordriftsfordeler*, *knowhow* og *tilgang på butikklokaler* for å utgjøre etableringsbarrierer. Disse forholdene vil analyseres under.

Irreversible investeringer og investeringer med lav likvidasjonsverdi

Ved å etablere seg i et marked vil det måtte foretas visse irreversible investeringer, eller investeringer med lav likvidasjonsverdi. Dette er investeringer med liten alternativ anvendelse og som i all hovedsak vil gå tapt dersom etableringen ikke lykkes og driften legges ned (Baardsen mfl., 2016, s. 103). For en ny aktør som etablerer seg i bvu-bransjen må leverandørrelasjoner, logistikknettverk og merkenavn bygges opp. Investeringer knyttet til å bygge opp leverandørrelasjoner og logistikknettverk, vil typisk være å anse som tapt dersom en etablering ikke lykkes. Et merkenavn til en ulønnsom kjede vil også ha lav eller ingen likvidasjonsverdi. Videre må ansatte i virksomheten opplæres og kurses, og et varelager må bygges opp. Et varelager vil også typisk ha lavere verdi ved en likvidasjon. Investeringene som nevnt over vil følgelig være irreversible eller ha lav likvidasjonsverdi for en inntrenger som ikke oppnår lønnsom drift etter etablering. Dette er med på å avskrekke potensielle inntrengere. Vi anser irreversible investeringer og investeringer med lav likvidasjonsverdi for å utgjøre en *moderat* etableringsbarriere for potensielle nyetablerere.

Stordriftsfordeler

Stordriftsfordeler betegner en kostnadsstruktur der gjennomsnittskostnader faller med økende produksjon (Baardsen mfl., 2016, s. 105). For aktørene i bvu-bransjen er varekostnad den største kostnadsposten, bruttofortjenesten per vare solgt er forholdsvis lav, og aktørene er avhengig av høy omløpshastighet for å dekke sine kostnader. Som illustrert i figur 2.3 i kapittel 2.2 er bvu-bransjen i Norge relativt konsentrert i form av at noen få aktører står for majoriteten av markedsandelene. Dette gjør at markedsstrukturen viser kjennetegn av *oligopol*. De store

etablerte aktørene i bransjen vil med høyt innkjøpsvolum ha betydelig forhandlingsmakt og oppnå lavere innkjøpspriser fra leverandører enn mindre aktører. Stordriftsfordeler utgjør slik en etableringsbarriere ved å tvinge nyetablerere til å entre markedet i stor skala for å unngå en kostnadsulempe i markedet (Porter, 1979, s. 138). Ettersom de etablerte aktørene trolig har konkurransefordeler i form av lavere innkjøpspriser, vil de kunne respondere aggressivt mot inntrengere ved å benytte priskriger til å drive de ut av markedet. Lavere innkjøpspriser gjør at de kan redusere sine utsalgspriser mer enn inntrengere med en kostnadsulempe, før bruttofortjenesten ikke lenger blir tilfredsstillende. Imidlertid kan store etablerte aktører i andre geografiske markeder velge å ekspandere til Norge eller andre deler av Norden. De vil da allerede kunne ha tilsvarende stordriftsfordeler som de eksisterende aktørene i markedet. Vi anser stordriftsfordeler for å utgjøre en *stor* etableringsbarriere.

Knowhow

Flere av bvu-aktørene har operert i bransjen i flere tiår, og har akkumulert kunnskap, kompetanse og erfaringer i hele organisasjonen. Videre er flere av aktørene i behold av egenakkumulerte kunde- og bransjedata. Slik informasjon utgjør en ressurs for aktørene da dette gjør de i stand til å personalisere innhold i sin markedsføring og øke relevansen i sin kundedialog. Dette vil være noe nykommere mangler. Vi anser likevel knowhow for å utgjøre en *svak* etableringsbarriere, da kompetanse kan ansettes og kunnskapen kjøpes. Imidlertid har innføringen av personvernforordningen (GDPR) gjort til at det i større grad enn tidligere kreves aksept av kundene å kunne lagre og nyttiggjøre seg av kundedata analytisk (Hilsen og Hundsnes, 2018).

Tilgang på attraktive butikklokaler

I henhold til Hanink (1997) er en virksomhets *relative lokalisering* et førsteklasses vurderingskriterium ved verdivurdering av en virksomhet. Mens tradisjonell geografi tar utgangspunkt i absolutt lokalisering, handler økonomisk geografi om en organisasjon sin *relative* lokalisering i en økonomi (Hanink, 1997, s. 2-3). Dette understreker betydningen av attraktive lokasjoner for aktørene i bvu-bransjen. Begrenset tilgang på butikklokaler vil gjøre det vanskelig for nyetablerere å vokse. Lokalenes utforming, beliggenhet, parkeringsmuligheter og relative plassering i forhold til andre attraktive butikker er relevante faktorer for salgspotensial og lønnsomhet. Relativ plassering til andre attraktive butikker er viktig for å hente ut merverdier på grunnlag av positive synergieffekter.

Det er naturlig at den første etablereren i et marked vil forsøke å kapre den mest attraktive lokasjonen for sin virksomhet på etableringstidspunktet. Med dette anser vi det som vanskeligere for potensielle nyetablerere å finne like attraktive lokasjoner som de allerede etablerte aktørene. Videre vil eksisterende aktører ha bygget relasjoner til kunder, leverandører og andre interessenter, som også vil fungere som en etableringsbarriere for potensielle inntrengere. Utleiere av kjøpesenter vektlegger attraktiviteten til leietakerne, og vi antar at velkjente aktører vil være av interesse for utleiere da dette vil trekke flere kunder til kjøpesenteret og således ha positive effekter også for resterende leietakere i sentrene.

Som presentert i kapittel 2.2 har omsetningen til den norske bvu-bransjen hatt en gjennomsnittlig årlig vekst på 7,3 prosent i perioden 2014 til 2018, og mye av veksten skyldes nyetableringer (Hovedorganisasjonen Virke, 2019, s. 56). Dette tyder på at aktørene i bransjen har evnet å finne egnede butikklokaler. Imidlertid stiller forretningsmodellene til aktørene i bvu-bransjen ulike krav til butikkenes utforming. Clas-Ohlson er en av aktørene som i stor grad satser på lokalisering i kjøpesenter, mens Europris i større grad finnes i egne varehus og handelsparker. Som nevnt i kapittel 2.2, har antallet fysiske butikker i Norge blitt redusert med 10,6 prosent i perioden 2008 til 2017 (Hovedorganisasjonen Virke, 2019, s. 76). Videre peker *Kvadrud Analyse* på at omsetningsveksten i norske kjøpesenter har vært svak de seneste årene (Ehandel, 2018). I Sverige er også trenden at varehandelen reduseres i bykjernene, mens handelsparker blir stadig mer populære. Dette kan tyde på at tilgangen på lokaler i kjøpesenter er økende, noe som kan være med å redusere etableringsbarrierene. Når det kommer til etablering av større varehus mener vi etableringsbarrierene er sterkere. I Oslo Economics' rapport om etableringshindringer i dagligvaresektoren utgitt i 2017, ble tilgang på egnede lokaler trukket fram som en sentral etableringshindring for dagligvarebransjen (Oslo Economics, 2017, s. 8). Dagligvarebransjen er avhengig av lokaler av en viss størrelse, og dette tyder på at tilgangen på attraktive store lokaler er begrenset. Videre er konkurransen om lokaler størst i byene. Europris peker på at høye kvadratmeterpriser i byene er en kjerneårsak til at de ikke har etablert flere butikker i Stor-Oslo (E24, 2019). På bakgrunn av diskusjonen over anser vi derfor etableringsbarrierene som større for aktører med en forretningsmodell som krever store lokaler, enn for aktører med en forretningsmodell som krever små lokaler. Ettersom de typiske aktørene i bvu-bransjen har forretningsmodeller som krever store lokaler, mener vi begrenset tilgang på egnede lokaler utgjør en *stor* etableringsbarriere.

Oppsummering trussel fra nyetablerere

Oppsummert mener vi irreversible investeringer og investeringer med lav likvidasjonsverdi, stordriftsfordeler, knowhow og begrenset tilgang på attraktive butikklokaler er med å avskrekke potensielle inntrengere fra å entre bransjen. Vi mener spesielt begrenset tilgang på attraktive butikklokaler og de betydelige stordriftsfordelene til de store aktørene i bransjen representerer store etableringsbarrierer. Samlet sett anser vi etableringsbarrierene for å være *høye*, og trusselen fra nyetablerere for å være *lav*.

Konkurranseskrefter	Veldig lav	Lav	Moderat	Høy	Veldig høy
Trussel fra inntrengere		X			

Tabell 4.8 - Trussel fra inntrengere

Intern rivalisering

Intern rivalisering dreier seg om intensiteten på konkurransen aktørene imellom, innad i en bransje (Barney, 2014, s. 60). Rivalisering mellom konkurrentene foregår ved at aktørene kjemper for å vinne kundens gunst. Dette gjøres ved å tilby kunden et konkurransedyktig konsumentoverskudd (Baardsen mfl., 2016, s. 95). Typiske virkemidler som nyttes er markedsføringskampanjer, hyppig introduksjon av nye produkter, priskriger og kvalitetsheving på produktene og tjenestene som tilbys (Barney, 2014, s. 60). I hvilken grad rivaliseringen i en bransje driver ned lønnsomheten i bransjen avhenger av to forhold; (1) *intensiteten av konkurranse i markedet*, og (2) *hvilket grunnlag aktørene konkurrerer på* (Porter, 2008, s. 85)

Intensiteten på konkurransen i markedet vil typisk være høy dersom antallet aktører er høyt og aktørene er av om lag samme størrelse. Størrelse kan ses på som opphavet til stordriftsfordeler, og når aktørene i en bransje oppnår stordriftsfordeler i lik grad, vil makten fordeles jevnt mellom dem og konkurransen tilspisses. Videre vil intensiteten på konkurransen påvirkes av bransjeveksten. Dersom markedet er mettet og veksten er liten, vil det bli en kamp om kundene, da aktørene er avhengig av å ta markedsandeler fra andre for å vokse. Utgangsbarrierer vil også kunne ha innvirkning på konkurransen, da eiendeler ofte vil ha lav likvidasjonsverdi (Porter, 2008, s. 85). Dette er nært knyttet til irreversible investeringer, som er nærmere diskutert i avsnittet om trussel fra inntrengere.

Når det gjelder *hvilket grunnlag aktørene konkurrerer på*, er konkurranse drevet på basis av pris mest ødeleggende for gjennomsnittslønnsomheten i en bransje, da dette er en konkurransestrategi som er enkelt for andre aktører å lese. Konkurranse drevet på andre aspekter enn pris, som eksempelvis forsøk på å imøtekomme kunder på kvalitet, støttetjenester og image, er i mindre grad egnet til å drive ned lønnsomheten i bransjen. Årsaken er at dette vil kunne øke forbrukernes betalingsvilje, er vanskeligere for konkurrentene å oppdage, og gir grunnlag for å heve prisene (Porter, 2008, s. 85).

Konkurranseintensitet aktørene imellom

I kapittel 2.2 presenterte vi tall som viste at den norske bvu-bransjen har økt omsetningen markant det siste tiåret, og at trenden går i retning av større varehus også i andre nordiske land, på bekostning av tradisjonell faghandel. Videre var bvu-bransjen den bransjen i norsk varehandel med høyest prosentvis vekst i antall butikker i perioden 2008-2018 (Hovedorganisasjonen Virke, 2019). Det store antallet nyetableringer i perioden tyder på at markedet har vært *underutviklet*. Imidlertid fremgikk det også av tallene presentert i kapittel 2.2 at marginene i bvu-bransjen var stigende fram til 2016, men falt i 2017. Dette kan antyde at mye av vekstpotensialet i bransjen er tatt ut de senere årene, og at intensiteten på konkurransen blant aktørene er økende. Vi forventer likevel ikke at de komparative selskapene i *vårt* bransjesnitt, har fått redusert sine marginer i nevneverdig grad. Vi forventer derimot at nyetablerere i bransjen oppnår lavere marginer som følge av manglende stordriftsfordeler, og at det store antallet nyetablerere har redusert marginene til bransjesnittet i tallmaterialet til Virke.

Som presentert i kapittel 2.2 er det en rekke aktører i bvu-bransjen, men noen få aktører skiller seg ut ved å ha langt høyere omsetning og markedsandel enn de øvrige. I Norge skiller Europris, Clas Ohlson og Jula seg spesielt ut målt i omsetning. Dernext kommer Nille, Sparkjøp og Rusta. Øvrige aktører på det norske markedet har relativt liten markedsandel. At noen få store aktører besitter majoriteten av markedsandelene er også tilfellet i øvrige nordiske land. Følgelig fremstår markedet som relativt *konsentrert*. Kombinert med at etableringsbarrierene anses som høye, trekker dette i retning av at markedsstrukturen bærer kjennetegn av *oligopol*, som nevnt under avsnittet om stordriftsfordeler (Barney, 2014, s. 46). Dette kan tyde på at det kan eksistere muligheter for stilltiende samarbeid de store aktørene imellom, hvilket vil kunne slå ut i svekket konkurranse. Aktørene har tilgang til full oversikt over konkurrentenes priser gjennom deres nettsider, hvilket gir mulighet for å koordinere

prissamarbeid. De vil også kunne ha mulighet til å dele markedet seg imellom i forhold til hvilke varegrupper de satser på i sitt sortiment. Våre undersøkelser viser at de komparative selskapene i stor grad har samme varekategorier, men at enkelte har langt større sortiment innen bestemte varegrupper enn andre og motsatt. Eksempelvis er Europris store på dyrefor, Clas Ohlson store på elektronikk, og Jula store på yrkesverktøy, jf. «*Tabell 4.1.1 - EMV-matrise, komparative selskaper*». Ettersom mye av tilveksten av aktører i bvu-bransjen har forekommet de siste årene, trekker dette i retning av at markedet har vært enda mer konsentrert de første årene i analyseperioden.

Konkurransesgrunnlag aktørene imellom

I kapittel 2.5 presenterte vi tall fra en markedsundersøkelse utført av Mediacom. Denne markedsundersøkelsen viste at respondentene rangerte Europris som mindre god på produktkvalitet, men likevel som kjeden de oftest handler i. I undersøkelsen ble Europris rangert som nummer én på lave priser. På bakgrunn av denne undersøkelsen mener vi kundene til bvu-bransjen er mer *prisbevisste* enn kvalitetsbevisste. Dette tyder på at konkurranse på pris er sentralt for å vinne kunders gunst for aktørene i bransjen. Imidlertid forsøker aktørene i bransjen å differensiere seg fra de andre ved å bygge opp egne merkevarer og lojalitetsprogram. En fordel med egne merkevarer, er at forbrukere ikke kan sammenligne prisen på produkter av kjedenes egne merkevarer, som følge av at kjedene selv er eneste tilbyder. Kundene må derfor sammenligne med andre tilsvarende varer. Egne merkevarer bidrar slik til differensiering på produktegenskaper, og til økt informasjonsasymmetri. Likevel anser vi konkurranse på pris som det mest sentrale i bransjen.

Oppsummering intern rivalisering

Oppsummert anser vi den interne rivaliseringen i bransjen som moderat. Vi anser bvu-bransjen for å ha vært *underutviklet*, ved at konsentrasjonen i kundeledet har vært relativt høy sett i forhold til konsentrasjonen i aktørledet. Dette har medført at aktørene har kunnet vokse uten å ta markedsandeler fra hverandre. Dette må også anses som bakgrunnen til den store nyetableringen i bransjen de senere år. At noen få aktører står for majoriteten av markedsandelene gjør videre at markedet fremstår som relativt *konsentrert*, hvilket trekker i retning av *oligopol*tendenser og muligheter for konkurransedempende stilltiende samarbeid. På sikt venter vi imidlertid at konkurransen vil tilspisses ytterligere som følge av det store antallet nyetablerere de siste årene. Vi mener at *pris* er det viktigste konkurransegrunnlaget i

bransjen og at dette vil drive ned lønnsomheten i bransjen til fordel for konsumentene i fremtiden.

Konkurransекреfter	Veldig lav	Lav	Moderat	Høy	Veldig høy
Intern rivalisering			X		

Tabell 4.9 - Intern rivalisering

Trussel fra substitutter

Substitutter møter tilnærmet samme kundebehov som bransjen selv, men på en annen måte (Barney, 2014, s. 61). Høy trussel fra nære substitutter vil redusere lønnsomhet i en bransje som følge av at bransjene i stor grad vil måtte konkurrere på pris da kundene oppfatter varene som tilnærmet like (Barney, 2014, s. 61). Imidlertid har en aktør mulighet til å differensiere seg fra andre aktører som selger produkter med lignende egenskaper. En slik differensiering kan eksempelvis oppnås gjennom markedsføring, eller ved unike konsepter i forretningsmodellen, som gir kunden en handelsopplevelse som skiller seg fra substituttene.

Ettersom bvu-bransjen med sitt brede vareutvalg favner om flere varekategorier, vil faghandel innen de respektive varekategoriene utgjøre substitutter for bransjen. Dette omfatter fysiske butikker i dagligvarebransjen og faghandel innen en rekke bransjer, som eksempelvis elektronikk, sportsutstyr, kosmetikk, byggevarer og jernvarehandel. I tillegg til faghandel vil nasjonale og internasjonale nettbutikker som selger varer i tilsvarende varekategorier som bvu-bransjen være konkurrenter til bransjen. Vi vil i det følgende drøfte hvorvidt bvu-bransjen differensierer seg fra faghandel og nettbutikker.

Faghandel

Bvu-bransjen differensierer seg fra faghandel som fokuserer på én eller få varekategorier, ved å tilby varer fra mange varekategorier. For en kunde som ønsker å kjøpe produkter fra flere varekategorier muliggjør bvu-bransjen at kunden ikke behøver å gå innom flere ulike butikker for å få kjøpt varene som ønskes. Dette gjør handelen mer smidig og effektiv for kunden, og det å handle i flere faghandlere fremfor i en bvu-butikk representerer slik en *byttekostnad* for kunden. Imidlertid er supermarkeder som Coop OBS som tilbyr varer innen flere varekategorier et nært substitutt til bvu-bransjen. Kjøpesenter gjør også at flere faghandlere blir mer tilgjengelige for kunden. Andre kilder til differensiering i forretningsmodellen til virksomheter i bvu-bransjen er at de henvender seg mot mer prisbevisste kunder. Premiumprodukter innen de ulike produktkategoriene tilbys i liten grad, og kunden må

forvente noe mindre service. Det er likevel slik at ulike kunder har ulike behov, og etterspør varierende grad av service. Noen kunder kjenner markedet for produktene de etterspør godt og ønsker derfor ikke veiledning i butikk. Andre kunder fokuserer først og fremst på prisen på produktet, og bryr seg i mindre grad om kvalitetsforskjeller. Dette har skapt muligheter for virksomheter som ønsker å etablere seg i en nisje og utnytte nettopp det faktum at kunder er ulike og har ulike behov. Dette er kjennetegnet til bvu-bransjen, som praktisk talt er bygd opp på *bransjegliding*. Som presentert i kapittel 2.2 har bvu-bransjen vokst på bekostning av andre handelsbransjer. Vi mener bvu-bransjen kaprer kunder fra andre handelsbransjer, og at bransjen til liks med rene nettaktører utkonkurrerer fysiske butikker innen andre handelsbransjer.

Oppsummert fungerer faghandel innen hver enkelt produktkategori som nære substitutter for *produktene* som virksomhetene i bvu-bransjen forhandler, men *forretningsmodellen* gjør likevel at bransjen differensierer seg fra faghandlene. På bakgrunn av diskusjonen over anser vi faghandel innen varekategorier som bvu-bransjen tilbyr, for å utgjøre et *svakt til moderat* substitutt.

Rene netthandelsaktører

De fysiske varehusene med sine egenskaper, utgjør den største forskjellen mellom bvu-bransjen og rene netthandelsaktører. Likheten som danner grunnlaget for substituerbarhet ligger i overlappende varekategorier og lavpris. Graden av substituerbarhet mellom bvu-bransjen og rene nettbutikker bygger i stor grad på varenes egenskaper og kundenes individuelle behov og preferanser. Dersom kunden er avhengig av umiddelbar tilgang til produktet, er netthandel et dårlig alternativ på grunnlag av leveringstid. Om kunden derimot ikke har hastverk, er netthandel et alternativ. Videre vil enkelte kunder ønske å prøve eller selv inspisere produkter fysisk før de foretar kjøp. Slik differensierer bvu-bransjen med sine fysiske butikker seg fra rene netthandelsaktører. Som presentert i kapittel 2.2.2 er også gjennomsnittstransaksjonen i bvu-bransjen relativt lav sammenlignet med annen varehandel, slik at fraktkostnaden blir vesentlig. Dette trekker i retning av netthandel representerer et svakere substitutt for bvu-bransjen. Likevel ser vi en reell konkurranse fra rene netthandelsaktører, spesielt utenlandske, innen bestemte varekategorier. Dette styrkes av at netthandelen fra utlandet er økende både i Norge, Sverige og Finland. Store internasjonale aktører som Alibaba, Wish og Ebay er eksempler på aktører som tilbyr en rekke varer i dette

segmentet. Dersom vi ser til større og dyrere varer er VidaXL et eksempel på en utenlandsk nettbutikk som til en viss grad har overlappende vareutvalg med aktørene i vårt bransjesnitt.

På bakgrunn av analysen over anser vi rene netthandelsaktører for å utgjøre et nært substitutt for bvu-bransjens varer, men da det fysiske aspektet gir opphav til differensieringseffekter og ulike handelsopplevelser for kunden, mener vi rene netthandelsaktører fungerer som et *svakt* substitutt.

Delingsøkonomi og digitale plattformer for brukthandel

Delingsøkonomi betegner digitale plattformer som formidler kontakt mellom selgere og kjøpere av enkelte typer tjenester og produkter (Meld, St. 9, 2018, s. 130). Delingsplattformer bidrar til at ressurser med lav utnyttelsesgrad i husholdningene kan omsettes på digitale markeds plasser. Ved at kostbart kapitalutstyr formidles på digitale plattformer vil utnyttelsen av det enkelte objekt bli bedret, samtidig som det utgjør kostnadsbesparelser for den enkelte. Slik bidrar delingsøkonomi til ressursbesparelser og et mer bærekraftig samfunn. I dag finnes det mellom annet digitale plattformer for leie av bil, klær, sportsutstyr og verktøy. Videre vokser digitale plattformer for brukthandel. I 2018 ble det lagt ut 8 millioner annonser på finn-torget, som tilsvarer en økning på over 12 prosent fra 2017, og antallet besøkende på markeds plassen var 25 millioner hver måned som tilsvarer en økning på nærmere 10 prosent fra året før (Naturvernforbundet, 2019). Med forutsetning om at produktene som selges brukt på finn.no erstatter kjøp av tilsvarende nye produkter, anslår Schibsted at finn.no reduserte klimagassutslipp med 490 000 tonn i 2016 (Finn, 2017). Til tross for at delingsøkonomi og brukthandel er økende, anser vi det for å utgjøre et svært svakt substitutt for bvu-bransjen. Dette begrunnes med at store deler av bvu-bransjens produktsortiment er forbruksvarer.

Oppsummering trussel fra substitutter

Oppsummert mener vi at faghandel utgjør et *svakt til moderat* substitutt for bvu-bransjen, mens netthandel utgjør et *svakt* substitutt. Delingsøkonomi og brukthandel anses som et *veldig svakt* substitutt. Oppsummert anser vi de nevnte substituttene for å representere en *svak trussel* for bvu-bransjen samlet sett.

Konkurransекреfter	Veldig lav	Lav	Moderat	Høy	Veldig høy
Trussel fra substitutter		X			

Tabell 4.10 - Trussel fra substitutter

Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandørene står for et bredt utvalg av varer, arbeidskraft og andre kritiske innsatsfaktorer som virksomheter etterspør. Ved å øke prisene eller redusere kvaliteten på varer og tjenester som tilbys, kan leverandørene påvirke virksomheters drift (Barney, 2014, s. 62). En leverandørs forhandlingsmakt har betydning for hvilke vilkår de oppnår i markedet, og kravene kundene kan stille til produktene som tilbys. Dess større makt en leverandør har overfor kundene, dess større deler av verdiskapingen kaprer leverandøren.

Dersom konsentrasjonen i leverandørleddet er høy sett i forhold til konsentrasjonen av aktører som leverandørene tilbyr sine varer til, vil det medføre at tilbudet er høyt relativt til etterspørselen. Dette vil resultere i liten forhandlingsmakt for leverandørene. Videre avhenger leverandørenes forhandlingsmakt av hvorvidt varene de tilbyr er unike og differensierer seg fra varene til konkurrerende leverandører (Barney, 2014, s. 63). Dersom to leverandører tilbyr homogene varer kan det være nok til at all profitt konkurreres bort, og leverandørens forhandlingsmakt vil være minimal (Baardsen mfl., 2016, s. 97). Dersom aktørene har, eller har mulighet til å etablere egne merkevarer, vil dette kunne redusere leverandørenes forhandlingsmakt.

Vi vil nedenfor ta for oss de forholdene vi mener er mest sentrale for å forstå leverandørenes forhandlingsmakt i bvu-bransjen. På bakgrunn av at varekostnad og personalkostnader er de største kostnadspostene til aktørene i bvu-bransjen, har vi valgt å fokusere på *vareleverandørenes* og *butikkmedarbeidernes* forhandlingsmakt. Forhandlingsmakten til utleierye av butikklokaler, transportører, leverandører av IT-utstyr og systemer for lagerstyring vil ikke analyseres nærmere.

Varenes kompleksitet

Varene som bvu-bransjen selger er å anse som relativt lite komplekse, bygger på kjent og velutviklet teknologi, og det er flere leverandører innenfor hver enkelt varegruppe. For lite differensierte produkter er pris den viktigste faktoren når innkjøp skal foretas. At virksomhetene i bransjen ikke fokuserer på å tilby de mest eksklusive varemerkene innen sine respektive varekategorier, gjør også at de slipper å knive om leverandøravtaler med disse. At bransjen selger varer som er relativt homogene og dermed fremstår relativt like for

forbrukerne, trekker i retning av at vareleverandørene til bvu-bransjen har lav forhandlingsmakt. Dette gjør også at byttekostnaden for kjedene er lav.

Egne merkevarer

Aktørene i bransjen kan velge å produsere produktene selv når leverandøren tar for godt betalt. Som presentert i kapittel 2.1 stod egne merkevarer for 27 prosent av omsetningen til Europris ved inngangen av 2019, og høy andel EMV og WL i produktsortimentet er et kjennetegn for aktørene i bvu-bransjen. Vi har forsøkt å utarbeide en oversikt over aktørenes egne merkevarer, for å få en oversikt over omfanget. Analysen er basert på gjennomgang av aktørenes nettbutikker, nettsider og årsrapporter. Tabell 4.11 viser våre funn.

Varekategori	Europris	Clas Ohlson	Jula	Rusta
1 Hjem og kjøkken	Vie Home Cuisine Quick Natur Grillmann	Coline Capere	Menuett	
2 Dagligvarer	Luxus			
3 Hus og hage	Blossom	Cotech Northlight Prologue Cocraft	Curaqua Hard Head Axley Oregon	Elsaform
4 Reiseartikler				
5 Sport og fritid	Xplor Trysilgarnet Giform	Asaklitt ProAqua Gavia Sang Prologue	Kayoba Bluewear BLWR	Varek
6 Elektronikk	MTO Electronics LightIT Energy+	Exibel Coline Cotech Northlight	Anslut Menuett	
7 Personlig pleie	Essentii			
8 Klær og sko	Trysilsokken		Bluewear BLWR	
9 Fikse selv	Gear/Flexx Work	Cocraft	Meece Hard Head Hamron	
10 Godteri og snacks	Knallgodt Luxus			
11 Vask og rengjøring	Effekt Fri Soft			
12 Husdyr	MaxDog MaxCat ZooZaker			
Andel EMV, 2019	27 %	36 %	Ukjent	Ukjent

Tabell 4.11- EMV-matrise, komparative selskaper

Som vi ser av tabell 4.11, er bruken av EMV betydelig for Europris, Clas Ohlson og Jula. Vår analyse viser videre at Rusta har vesentlig andel WL i sitt varesortiment, men lavere andel EMV enn de tre andre. Utstrakt bruk av EMV og WL gjør aktørene mindre avhengig av eksterne leverandører og grossister. Dette gir kjedene større forhandlingsmakt som kan nyttes til å forhandle priser ved innkjøp, påvirke hvilken plassering leverandørers produkter får i butikkene, og hvilken kredittid de får ved kjøpene sine. Egne merkevarer bidrar slik til å redusere leverandørenes forhandlingsmakt.

Digitalisering og tilgang på informasjon

Som presentert i kapittel 2.2.1 har teknologi og digitalisering ført til store endringer når det kommer til tilgang på informasjon. Internett har gjort det enklere for virksomheter å innhente informasjon om leverandører over hele verden og sammenligne deres varer og pristilbud. Et eksempel på dette er handelsplattformen Alibaba, som binder sammen innkjøpere og produsenter av varer over hele verden. Digitalisering bidrar slik til at informasjon om leverandører blir mer tilgjengelig, og reduserer informasjonsasymmetri mellom leverandørene, grossistene og detaljistene. Dette bidrar til å redusere leverandørenes forhandlingsmakt.

Endringer i den internasjonale vareflyten

Den internasjonale vareflyten er preget av at produksjonen legges der prisen på innsatsfaktorer er lavest. Tradisjonelt har vareproduksjon vært arbeidsintensiv, og med sitt høye folketall har land i Østen vokst fram som verdens fabrikker. Imidlertid peker Norges Bank i sin pengepolitiske rapport fra juni 2019, på at vridningen av den norske importen mot lavkostland, ikke har bidratt til å dempe prisveksten på konsumvarer i like stor grad som tidligere (Norges Bank, 2019b). Effekten av en svak krone omtales som medvirkende, men ikke selvforklarende. En annen årsak til dette kan være at etterhvert som økonomien i utviklingslandene vokser, stiger lønningene, og det blir dyrere å produsere. Videre øker etterspørselen i hjemmemarkedet. Dette fører til at vareprodusentene i større grad finner avsetning for sine produkter på hjemmebane, og med det blir mindre avhengig av vareeksport til eksempelvis Norge. På tilbudssiden blir produksjonen i lavkostlandene også mer og mer avansert, i tillegg til at hele verdikjeden integreres i produksjonen. En økende mengde varer er ikke lenger bare ”made in China”, men også forsket fram, designet og utviklet i Kina. Kina lanserte i 2015 en 10-årsplan, der målet er å bli verdens mest innovative industrinasjon innen utgangen av 2025 (Harvard, 2019). At Kina mener alvor synes igjen i beløpene landet bruker på forskning og

utvikling. Estimerer viser at Kina stod for hele 26 prosent av verdens utgifter knyttet til FoU i 2017. USA og EU stod for henholdsvis 28 og 23 prosent (SSB, 2019f). Denne utviklingen drar i retning av at forhandlingsmakten til vareleverandørene er økende.

Butikkmedarbeidere

Forhandlingsmakten til ansatte avhenger av tilbudet av arbeidskraft og etterspørselen etter arbeidskraft. Tilbudssiden påvirkes mellom annet av utdanningskrav som myndighetene stiller til ulike yrker, samt av kravene aktørene selv stiller til sine ansatte. For butikkmedarbeidere stiller ikke myndighetene utdanningskrav, og varehandelen er en naturlig inngangsport til yrkeslivet for yngre og ufaglærte (Meld, St. 9, 2018, s. 51). I 2017 jobbet 13 prosent av alle sysselsatte i Norge i varehandelen, og nærmere 30 prosent av alle sysselsatte mellom 15 til 24 år (Hovedorganisasjonen Virke, 2018, s. 8). Hvilke kvalifikasjoner aktørene selv stiller til sine butikkmedarbeidere avhenger først og fremst av aktørens forretningsmodell og hvilke varer de selger. I en Fafo-rapport om varehandelen som inkluderingsarena, fremkommer det at butikksjefer i både fag- og dagligvarehandel legger lite vekt på formell utdanning i sine rekruttering- og ansettelsesprosesser (Fafo, 2017, s. 55). Typisk vil en butikk som selger dyre og komplekse produkter ha behov for butikkmedarbeidere med høy produktkunnskap og som er dyktige på formidling og salg. For å utføre mindre komplekse arbeidsoppgaver som å plassere varer i butikken er det mindre behov for slik kunnskap. Vi mener butikkmedarbeidere i bvu-bransjen har behov for god produktkunnskap, men som følge av at produktene som selges anses som relativt standardiserte mener vi kjedene selv vil kunne lære opp nyansatte relativt raskt. I henhold til NAVs bedriftsundersøkelse for 2018, var det 10 450 helt ledige og arbeidssøkende på tiltak i februar 2018, innen yrkesgruppen butikk- og salgsarbeid (Nav, 2018, s. 7). I en rapport fra Kompetansebehovsutvalget (KBU) fra 2018, fremkommer det videre at mange butikker melder om et stort antall søkere på sine utlyste stillinger (Meld, St. 9, 2018, s. 51). På bakgrunn av dette mener vi tilgangen på kvalifisert arbeidskraft i bvubransjen er god. Imidlertid har Norge sammenlignet med mange andre land et høyt lønnsnivå i næringer der det stilles få krav til formell utdanning (Meld, St. 9, 2018, s. 9). I 2018 var gjennomsnittslønnen i Sverige SEK 34 600 (SCB, 2019a). I Norge var den NOK 45 600 (SSB, 2019d). I Sverige er også arbeidsledigheten høyere enn i Norge. I august 2019 var arbeidsledigheten i Sverige 7,1 prosent (Finansavisen, 2019). Fagforeninger og tariffavtaler er med på å styrke arbeidernes forhandlingsmakt og lønnsvilkår. Imidlertid er organisasjonsgraden i norsk varehandel lav sammenlignet med andre næringer (Meld, St. 9, 2018, s. 50). På bakgrunn av overnevnte forhold mener vi forhandlingsmakten til

butikkmedarbeidere i bvu-bransjen er lav.

Oppsummering leverandørens forhandlingsmakt

Når det gjelder vareleverandørens forhandlingsmakt har vi argumentert for at antallet leverandører innen hver varegruppe som bvu-bransjen forhandler er stort, og at varene de tilbyr er relativt lite differensierte. At målgruppen til bvu-bransjen er mer prisbevisste enn kvalitetsbevisste forbrukere, slår videre ut i at konkurransen i leverandørleddet til bvu-bransjen i hovedsak dreier seg om pris. Bvu-aktørens store andel egne merkevarer er videre med på å redusere vareleverandørens forhandlingsmakt. Det samme er handelsplattformer som Alibaba, ved at informasjonsgrunnlaget til bvu-aktørene styrkes. Oppsummert trekker dette i retning av at vareleverandørens forhandlingsmakt er *lav*. Når det gjelder butikkmedarbeidernes forhandlingsmakt mener vi den er *lav* som følge av at myndighetene ikke stiller utdanningskrav til butikkmedarbeidere og at tilgangen på arbeidskraft er høy. Samlet anser vi dermed leverandørens forhandlingsmakt for å være *lav*.

Konkurransекреfter	Veldig lav	Lav	Moderat	Høy	Veldig høy
Leverandørens forhandlingsmakt		X			

Tabell 4.12 - Leverandørens forhandlingsmakt

Kundenes forhandlingsmakt

På samme måte som leverandører med høy forhandlingsmakt kan øke en aktørs kostnader, kan kunder med sterk forhandlingsmakt redusere en aktørs utsalgspriser (Barney, 2014, s. 64). Sterk forhandlingsmakt hos kundene i en bransje kjennetegnes av at de har muligheten til å øke sitt konsumentoverskudd ved å presse ned prisene i bransjen, eller ved å kreve høyere kvalitet på varer og tjenester de kjøper. Måten dette skjer på er at kunden setter aktørene opp mot hverandre, på bekostning av marginene i bransjen (Baardsen mfl., 2016, s. 98). Barney peker på at kjøpernes forhandlingsmakt avhenger av følgende forhold (Barney, 2014, s. 64):

- (1) Konsentrasjonen av aktører i bransjen relativt til konsentrasjonen i kundeledet.
- (2) I hvilken grad aktørens varer er standardiserte eller differensierte
- (3) Hvor store kundenes byttekostnader er
- (4) Hvor prissensitive kundene er

Som presentert i kapittel 2.2, har antallet butikker i den norske bvu-bransjen økt betydelig de senere årene. Dette kan tyde på at konsentrasjonen av aktører i bransjen er økende relativt til konsentrasjonen i kundeledet. Dette trekker i retning av at kundenes forhandlingsmakt styrkes. På den annen side har bvu-bransjen vært blant bransjene i norsk varehandel med høyest omsetningsvekst i perioden, og utviklingen i driftsmarginen i bransjen var økende i hele perioden 2013 til 2016. Marginene falt imidlertid i 2017 (Hovedorganisasjonen Virke, 2018, s. 25). At bransjens marginutvikling lenge har vært positiv til tross for det store antallet nyetableringer taler for at konsentrasjonen i kundeledet også har vært økende. At marginene ble redusert i 2017, kan likevel antyde at konsentrasjonen i kundeledet er avtakende relativt til konsentrasjonen i aktørledet, hvilket trekker i retning av at kundenes forhandlingsmakt er økende.

Vi anser imidlertid ikke bransjesnittet til Virke for å være representativt for *vårt* bransjesnitt. Dette skyldes at aktørene i vårt bransjesnitt er blant de største i bvu-bransjen i Norden, og vi venter at aktørene i vårt bransjesnitt ikke har fått redusert sine marginer i nevneverdig grad de siste par årene. Dette begrunnes av aktørenes betydelige stordriftsfordeler. Vi venter derimot at de mindre aktørene har fått redusert sine marginer.

At produktene som aktørene i bvu-bransjen selger er relativt *standardiserte*, bidrar også til at pris i stor grad er avgjørende for kundenes valg av aktør (Baardsen mfl., 2016, s. 95). Dette styrkes av at kundene til bvu-bransjen anses som *prissensitive*. Når det gjelder kundenes byttekostnader, vil de avhenge av kundenes alternativer. I de større byene med stor befolkningstetthet har flere kjeder i bransjen etablert butikker. På mindre steder er det gjerne bare en aktør som opererer. Dette gjør at byttekostnaden til kundene avhenger av hvilket geografisk område de befinner seg i. Imidlertid har flere av aktørene i bransjen nettbutikk, hvilket gir kundene et alternativ til å handle i kjedenes fysiske butikker. Netthandel representerer likevel en byttekostnad for kunder som ønsker en vare på dagen. Likevel er nettbutikker og tjenester for prissammenligning med å heve informasjonsgrunnlaget til kundene, og dermed deres forhandlingsmakt. Dette vil diskuteres nærmere i avsnittet under.

Digitalisering og tilgang på informasjon

Tilsvarende som digitalisering bidrar til å redusere informasjonssymmetri mellom leverandørene og bransjeaktørene, har kundene fått tilgang på mer informasjon om bransjen. I kapittel 2.2, presenterte vi tall som viste at andelen nordmenn med tilgang til smarttelefon

og internett med høy hastighet har økt betydelig de senere årene. Videre viste de presenterte tallene at andelen nordmenn i økende grad benytter internett til å søke informasjon om varer og tjenester. Utviklingen har vært tilsvarende i de andre nordiske landene. Sluttforbruker har tilgang til ulike pris- og kvalitetssammenligningstjenester på internett. Et eksempel på dette er nettsiden Prisjakt.no. På denne nettsiden kan en sammenligne priser mellom ulike tilbydere, samt se prisutviklingen det enkelte produkt har hatt hos den enkelte tilbyder. Dette gir kunder et godt overblikk over hvilke aktører som har det beste tilbudet, om man bør kjøpe i dag, eller vente til neste kampanjeperiode. Dette skaper økt transparens på prissiden. Det neste aspektet som kunden bryr seg om i tillegg til pris er produktkvalitet. Flere aktører driver med kvalitetstesting og tester av produkter som mellom annet publiseres på internett, i magasiner, og på fjernsyn. Internett har gjort det lettere for forbrukere å få tilgang til slike produkttester, da søkemotorer på internett kan nyttes til å raskt søke opp tidligere publiserte tester. På nettsider som Prisjakt.no kan kundene skrive egne anmeldelser og lese andre kunders anmeldelser om produkter og nettbutikker. Flere av nettbutikkene har også en slik tjeneste. Konsekvensen av mer digitaliserte kunder, og mulighetene tjenester på internett gir for innhenting av informasjon om bransjen, priser og kvalitet, er at det blir lettere for kunden å sammenligne aktørens tilbud. Dette bidrar slik til å styrke kundenes forhandlingsmakt

Oppsummering kundenes forhandlingsmakt

Oppsummert mener vi at bvu-bransjens kunder har *høy* forhandlingsmakt. Dette begrunnes med at varene de ulike bvu-aktørene forhandler er relativt lite differensierte, kundenes byttekostnader er relativt lave og at kundene er prissensitive.

Konkurranseskrefter	Veldig lav	Lav	Moderat	Høy	Veldig høy
Kundenes forhandlingsmakt				X	

Tabell 4.13 - Kundenes forhandlingsmakt

Konklusjon Porter-analyse

På bakgrunn av analysen av konkurransekraftene i bvu-bransjen, ønsker vi å trekke fram *forretningsmodellen* til bvu-aktørene, som gjør til at bransjen differensierer seg fra andre handelsbransjer. Dette gjør at vi anser faghandel som et *moderat/svakt* substitutt. Videre gjør det fysiske aspektet at netthandel fremstår som et *svakt* substitutt. At målgruppen er mer prisbevisste enn kvalitetsbevisste, og at produktene som tilbys er relativt lite differensierte, gjør at konkurransen i stor grad utspiller seg på pris. Dette gir kundene *høy* forhandlingsmakt,

men resulterer i *lav* forhandlingsmakt for leverandørene. På bakgrunn av den sterke posisjonen til de store aktørene i bransjen, med deres høye andel egne merkevarer, stordriftsfordeler, og at tilgangen på attraktive butikklokaler er begrenset, anses trusselen fra nyetablerere å være *lav*. Kombinasjonen av manglende stordriftsfordeler og begrenset tilgang på attraktive lokasjoner gjør det spesielt utfordrende for nyetablerere. Den interne rivaliseringen anses for å være *moderat*, til tross for det store antallet nyetableringer i bransjen. Dette skyldes at veksten i kundeledet også har vært stor. Vi mener bvu-bransjen i Norden tradisjonelt har vært *underutviklet*. Videre fremstår markedsstrukturen som relativt *konsentrert*, og viser kjennetegn på *oligopol*. Konklusjonene trukket i analysen av Porters fem konkurransekrefter fremkommer av tabell 4.14.

Konkurransekrefter	Veldig lav	Lav	Moderat	Høy	Veldig høy
Trussel fra inntrengere		X			
Intern rivalisering			X		
Trussel fra substitutter		X			
Leverandørenes forhandlingsmakt		X			
Kundenes forhandlingsmakt				X	

Tabell 4.14 - Oppsummering konkurransekrefter

Oppsummert anser vi konkurranseintensiteten i bvu-bransjen for å være *lav*.

4.2.3 Bransjeanalyse oppsummert

På bakgrunn av de foregående analysene vil bransjeanalysen nå oppsummeres. Formålet med den eksterne bransjeorienterte analysen har vært å undersøke om bvu-bransjen har en bransjefordel som vil kunne gi opphav til en strategisk fordel. En bransjefordel innebærer at netto driftsrentabilitet i bransjen er høyere enn netto driftskravet.

Fra PESTEL-analysen konkluderte vi med at bvu-bransjen har vært i stand til å ta i bruk og kapitalisere på ny teknologi som effektiviserer driften og øker presisjonen i deres kundedialog. Videre er urbanisering positivt for bransjen ettersom det åpner for at flere lokasjoner blir mer attraktive på sikt. Når det gjelder de økonomiske forholdene har vi trukket fram prisbevisste forbrukere som handler lavprisvarer for å finansiere premiumvarer. Historisk lav norsk- og svensk krone har gått på bekostning av antall aktører i en allerede hardt rammet detaljhandel. Dette har bidratt til bransjeglidning, og økt kundegrunnlaget til bvu-bransjen. Disse faktorene trekker alle i retning av en bransjefordel.

Vi anser likevel konklusjonene trukket i Porter-analysen som det essensielle for å forstå bransjens lønnsomhet og kildene til en bransjefordel. Bvu-bransjen er bygd opp på bransjegliedning, og har vokst på bekostning av tradisjonell faghandel. Bvu-aktørene har med sine store varehus, høye andel egne merkevarer, brede produktsortiment og lavprisstrategi i stor utstrekning utkonkurrert lokal faghandel. Som følge av økt konkurranse fra netthandel og bv-aktører, opplever stadig flere kjeder innen faghandel sviktende lønnsomhet og utkonkurreres. Dette har økt kundemassen til bv-aktørene, og gir opphav til en bransjefordel for bv-bransjen.

Videre anser vi bv-bransjen for å ha vært *underutviklet* i Norden i form av at aktørene ikke har hatt behov for å knive om hverandres kunder for å vokse. De senere årene har konsentrasjonen i aktørleddet økt, men vi forventer likevel ikke at dette har påvirket lønnsomheten til aktørene i *vårt* bransjesnitt i nevneverdig grad. Dette skyldes aktørenes stordriftsfordeler, deres attraktive butikklokasjoner og at tilveksten av nye kunder også har vært god.

Videre mener vi markedsstrukturen viser tegn til *oligopol*tendenser. Markedet fremstår som relativt konsentrert med et fåtall aktører med høye markedsandeler. Etableringsbarrierene er *høye* ved at tilgangen på attraktive butikklokaler er begrenset, og som følge av at de store aktørene i bransjen oppnår betydelige stordriftsfordeler. Trusselen fra substitutter er *lav* som følge av at bv-aktørene differensierer seg fra faghandel med sine forretningsmodeller, og fra netthandel med sine fysiske butikker. Samlet sett mener vi disse momentene trekker i retning av en *svært stor* bransjefordel. En annen viktig kilde til bransjefordel for bv-bransjen er *lav* forhandlingsmakt hos leverandørene. På den annen side medfører prisbevisste kunder og relativt lite differensierte produkter at kundenes forhandlingsmakt er *høy*.

Oppsummert forventer vi en *svært stor* bransjefordel.

På lang sikt venter vi at den interne rivaliseringen vil øke. Vi venter at en svært stor bransjefordel vil gjøre bv-bransjen attraktiv for nyetablerere til tross for at etableringsbarrierene er høye. Dette skyldes at en svært stor bransjefordel gjør det mulig for nyetablerere å oppnå superrentabilitet til tross for ressursulempen ved etablering. Dermed venter vi at konsentrasjonen i aktørleddet vil øke relativt til konsentrasjonen i kundeledet på sikt. Vi forventer at dette vil resultere i betydelig lavere marginer for bransjen på lang sikt,

ettersom konkurransen i hovedsak utspiller seg på pris. Videre venter vi at e-handel vil utgjøre et sterkere substitutt i fremtiden ved at nordiske forbrukere handler stadig mer på internett.

4.3 Intern ressursbasert analyse

Noen virksomheter i en bransje er mer lønnsomme enn andre. Dette skyldes enten at de utfører andre aktiviteter enn sine konkurrenter, eller de samme aktivitetene mer effektivt (Baardsen mfl., 2016, s. 147). Hvilke aktiviteter en virksomhet har forutsetninger for å utføre avhenger av hvilke ressurser den besitter. Intern ressursbasert analyse benyttes for å identifisere og analysere Europris sine ressurser og organisatoriske egenskaper. Faktagrunnlaget for analysen er kapittel 2.5, der vi presenterte forhold som skiller Europris fra de sammenlignbare virksomhetene. Formålet er å analysere om disse representerer ressursfordeler eller ressursulemper for Europris, og slik gir opphav til en strategisk fordel eller strategisk ulempe. Analyseverktøyet som vil nyttes er VRIO-modellen.

4.3.1 Vrio-rammeverket

VRIO-rammeverket benyttes for å vurdere hvordan et selskaps interne ressurser påvirker selskapets konkurransekraft. I henhold til modellen må følgende fire kriterier være oppfylt for at en ressurs skal kunne gi opphav til en ressursfordel. Ressursen må være (1) *verdifull*, (2) *sjelden*, (3) *ikke-imiterbar* og (4) *organisert* (Barney, 2014, s. 125). Tabell 4.15 oppsummerer VRIO-rammeverket.

Verdifull?	Sjelden?	Ikke-imiterbar?	Organisert?	Ressursfordel?
Nei	-	-	-	Konkurransemessig ulempe
Ja	Nei	-	-	Paritet
Ja	Ja	Nei	-	Midlertidig konkurransefortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn

Tabell 4.15 - VRIO-rammeverket

Verdifull – Om en ressurs gjør virksomheten i stand til å handle på muligheter som oppstår i markedet, eller i stand til å respondere på trusler i omgivelsene, vil ressursen anses som verdifull (Barney, 2014, s. 125).

Sjelden – En ressurs er sjelden dersom relativt få av bransjeaktørene besitter og kontrollerer ressursen. Verdifulle ressurser vil ikke gi grunnlag for konkurransefortrinn dersom alle bransjeaktørene er i besittelse av ressursen. Ressursen må også være sjelden (Barney, 2014, s. 127)

Ikke-imiterbar – En ressurs er ikke-imiterbar dersom den ikke lar seg kopiere eller implementere for andre aktører. En verdifull og sjelden ressurs kan gi opphav til konkurransefortrinn på kort sikt, men skal en slik ressurs gi opphav til vedvarende konkurransefortrinn må ressursen være vanskelig å imitere for andre aktører (Barney, 2014, s. 128).

Organisert – Om de tre foregående kriteriene er oppfylt, vil det ikke være tilstrekkelig for å skape et varig konkurransefortrinn for en virksomhet. For at verdiene en ressurs genererer skal tilfalle virksomheten selv, må ressursen tas i bruk på en effektiv måte slik at dens potensiale utnyttes. Videre må ressursen være organisert på en slik måte at virksomheten kaprer verdier som ressursen skaper (Barney, 2014, s. 134).

I kapittel 2.5 identifiserte vi følgende områder der Europris skilte seg fra de sammenlignbare selskapene: *franchisedrift, størrelse, varehusenes lokalisering, lokasjon av sentrallager, strategiske innkjøpsamarbeid og omdømme*. Vi vil nå analysere hvorvidt disse særtrekkene gir opphav til potensielle konkurransefortrinn- eller ulemper for Europris ved bruk av VRIO-rammeverket.

Franchisedrift

Europris er det eneste av de komparative selskapene som har franchisebutikker. Europris gir franchisetakerne rettigheter til å etablere og drive butikker under Europris-konseptet, mot at franchisetakeren betaler en franchiseavgift. Produktsortimentet i franchisebutikkene er konsistent med vareutvalget i Europris sine egne butikker.

En franchise gir normalt lavere kapitalbinding for franchisegiveren, ettersom franchisetakeren vil stå for større deler av investeringene. Ved ønske om raskere ekspansjon ved mangel på kapital kan følgelig franchising være en måte å oppnå dette. Videre vil franchisetakeren kunne ha sterkere insentiv for å sikre lønnsom drift enn butikksjefer i sentralstyrte butikker, som

følge av investeringene vedkommende foretar, og ved at vedkommende får tilgang til overskuddet fra franchisedriften (Supphellen mfl., 2014, s. 506). Videre antar vi at franchisetakere har et langtidsperspektiv når de fatter beslutning om å etablere en franchise, hvilket kan redusere turnover av lokale butikksjefer. Dette er argumenter som trekker i retning av at franchising kan være en fornuftig driftsform. Vi anser franchisedriften til Europris for å utgjøre en viktig ressurs, men ikke i den grad at det gir opphav til en ressursfordel. Franchisedriften til Europris vil følgelig ikke analyseres nærmere.

Faktor	Verdifull?	Sjelden?	Ikke-imiterbar?	Organisert?	Ressursfordel?
Franchisedrift	Ja	Nei	-	-	Konkurransmessig paritet

Tabell 4.16 - Franchisedrift gir konkurransmessig paritet

Størrelse og geografisk tilstedeværelse

Som presentert i kapittel 2.2, er Europris selskapet med størst markedsandel i den norske buv-bransjen. Størrelse har betydning for hvilke stordriftsfordeler en aktør oppnår. Ved å være størst i en bransje vil man kunne oppnå konkurransefortrinn på innkjøpspriser, logistikk og distribusjon relativt til konkurrentene i bransjen. Sett i forhold til konkurrenter som kun opererer i det norske markedet er størrelsen til Europris derfor verdifull og sjelden. Imidlertid opererer samtlige komparative selskaper i denne utredningen også i andre nordiske land. Både Jula og Clas Ohlson har også større omsetning enn Europris. Dette medfører at disse selskapene trolig oppnår tilsvarende eller større stordriftsfordeler enn Europris. Følgelig anses ikke størrelsen til Europris som sjelden, og vil kunne gi opphav til høyere varekostnad og en marginulempe for Europris. På den annen side kan strategisk samarbeid veie opp for dette. Dette vil vurderes nærmere under avsnittet om strategiske samarbeidsavtaler.

Å operere i kun et land vil likevel medføre mindre kompleksitet i en virksomhets prosesser i forhold til å operere i flere land. Mellom annet vil Jula, Rusta og Clas Ohlson måtte markedsføre seg i alle landene de opererer. Vi anser dette for å kunne gi opphav til høyere driftskostnader for de øvrige selskapene i bransjesnittet enn for Europris. Følgelig vil dette kunne gi opphav til en marginfordel for Europris. På den annen side er lønnsnivået lavere i Sverige, Finland og i øvrige nordiske land, som presentert i kapittel 4.2.2. Dette vil kunne gi opphav til en marginulempe for Europris. Samlet anser vi størrelse og geografisk tilstedeværelse for å danne grunnlag for konkurransmessig paritet for Europris.

Faktor	Verdifull?	Sjelden?	Ikke-imiterbar?	Organisert?	Ressursfordel?
Størrelse og geografisk tilstedeværelse	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet

Tabell 4.17 - Størrelse og geografisk tilstedeværelse gir konkurransemessig paritet

Strategiske samarbeidsavtaler

I en bransje der konkurransen i stor grad foregår på grunnlag av pris, er innkjøpsprisene avgjørende for konkurranseevnen til den enkelte tilbyder. Som tidligere presentert har Europris innkjøpssamarbeid med finske Tokmanni og svenske ÖoB, og konstellasjonen er rangert blant de tre største innen bvU-markedet i Nord-Europa (Europris, 2019i, s. 10). De tre aktørene har et matchende produktsortiment med fokus på sesong- og lavprisvarer, noe som gjør at de innen flere varekategorier kan gjøre felles innkjøp. Størrelsen styrker kjedenes samlede forhandlingsmakt overfor leverandører, og medfører lavere innkjøpspriser på grunnlag av store innkjøpsvolum. Strategiske samarbeidsavtaler skaper stordriftsfordeler, og er slik en verdifull ressurs. Siden Europris, Tokmanni og ÖoB opererer i ulike geografiske markeder, og dermed ikke konkurrerer med hverandre, er innkjøpssamarbeidet spesielt gunstig. Strategiske innkjøpsavtaler er ikke uvanlig, men hensyntatt størrelsen av innkjøpssamarbeidet i lys av samlet omsetning, taler dette for at samarbeidsavtalen i noen grad er sjelden. De sammenlignbare selskapene i bransjen kan finne tilsvarende partnere å inngå strategiske samarbeid med, men vi anser likevel lignende strategiske samarbeidet som Europris har med ÖoB og Tokmanni for å være vanskelig å imitere.

Imidlertid ble Europris sitt samarbeid med ÖoB inngått i 2018, da Europris kjøpte 20 prosent av morselskapet, Runsvengruppen. Dette gjør at Europris ikke har oppnådd stordriftsfordeler knyttet til dette samarbeidet i årene før 2018. Videre regner vi med at det vil ta tid før synergieffektene av samarbeidet tas fullt ut. Blant annet har Europris en strategi om økt integrering av felles merkevarer i de to kjedene på sikt. Per i dag er merkevaren «Effekt» en av få egne merkevarer som er å finne i begge butikkjeder. Dermed mener vi det strategiske samarbeidet vil organiseres mer effektivt i fremtiden. På bakgrunn av dette anser vi de strategiske samarbeidsavtalene til Europris for å være viktige, men ikke for å være sjeldne hensyntatt analyseperioden. Følgelig anser vi de strategiske samarbeidsavtalene for å være i konkurransemessig *paritet* med bransjen.

Faktor	Verdifull?	Sjelden?	Ikke-imiterbar?	Organisert?	Ressursfordel?
Strategiske Samarbeidsavtaler	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet

Tabell 4.18 - Strategiske samarbeidsavtaler gir konkurransemessig paritet

Samlet anser vi Europris sin størrelse og de strategiske samarbeidsavtalene for å gi opphav til konkurransemessig paritet i analyseperioden. Vi forventer imidlertid at samarbeidsavtalene Europris har med ÖoB og Tokmanni vil bli mer effektivt organisert i fremtiden ved at selskapene i større grad vil forhandle de samme produktene, og slik oppnå lavere varekostnader.

Varehusenes lokalisering

Europris har med sitt store antall fysiske butikker bred tilstedeværelse i norske byer og tettsteder. Netthandelen i bransjen er økende, men fremdeles står de fysiske butikkene for størstedelen av omsetningen til aktørene. Dette taler for at fysiske butikker er foretrukket handelskanal for flertallet av bransjens kunder. At Europris har flere butikker enn konkurrentene, representerer en verdifull og sjelden ressurs ved at selskapet kun opererer i Norge, og i større grad enn rivalene er tilgjengelig for norske konsumenter. På mindre tettsteder vil markedet og etterspørselen etter varer være mindre enn i de større byene, hvilket medfører at færre aktører kan etablere seg før markedet blir mettet. Europris har hatt en *førstetrekkefordel* med sin tidlige etablering i flere områder ved at de har fått velge lokasjon først. Videre vil forbrukerne i slike områder kunne ha innarbeidd en vane til å handle på Europris og brukt tid på å bli kjent med kjedens varehus og produktutvalg. Å endre et slikt handlemønster til fordel for en ny kjede vil kunne representere en byttekostnad for kunden. De nevnte faktorene øker etableringsbarrierene for de sammenlignbare selskapene ved at risikoen for en feilslått etablering øker. Dette taler for at det vil være vanskelig for konkurrentene å etablere seg på mindre steder der Europris allerede er tilstede. Lokaliseringen til Europris sine butikker kan imiteres, men flere av Europris sine butikklokasjoner anses i noen grad for å være vanskelig å imitere.

På den annen side er ikke Europris tilstedeværende i andre nordiske land, og vi anser varehusene til de komparative selskapene for å ha attraktive lokasjoner. Følgelig anser vi ikke attraktiviteten til lokaliseringen av Europris sine varehus å være sjelden.

Faktor	Verdifull?	Sjelden?	Ikke-imiterbar?	Organisert?	Ressursfordel?
Varehusenes lokalisering	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet

Tabell 4.19 - Varehusenes lokalisering gir konkurransemessig paritet

Sentrallager

Som presentert i kapittel 2.5 er det kun Europris av de komparative selskapene som har sentrallager lokalisert i Norge. Det innebærer at Europris har kortere avstand fra distribusjonssenter til sine butikker, enn hva gjelder de sammenlignbare selskapene. Isolert sett vil dette kunne representere en viktig og sjelden ressurs da dette vil kunne bidra til lavere transportkostnader og raskere transport fra distribusjonssenter til butikker for Europris. Imidlertid gir høye fjell og dype fjorder utbygging av infrastruktur kostbart i Norge. Dette fremkommer i World Economic Forum sin rangering av lands konkurranseevne i 2019, der en av vurderingsparameterne er infrastruktur. Landene får poengsum mellom 0 og 100, i forhold til hvordan de presterer. Poengsummene for infrastruktur ble som følger for landene som Europris og de komparative selskapene opererer i; Danmark, (87), Sverige (84), Finland (83), Polen (81) og Norge (76) (World Economic Forum, 2019). Videre kan vi se dette i sammenheng med Verdensbanken sin Logistics Performance Index, som rangerer verdens land i forhold til hvor god logistikk de har. Sverige ble kåret til det nest beste «logistikklandet» i verden i 2018, kun slått av Tyskland. Indeksen er utarbeidet på grunnlag av hvordan aktører i andre land oppfatter samhandlingen med det enkelte land. Rangeringen av de aktuelle landene ble slik; Sverige (2), Danmark (8), Finland (10), Norge (21) og Polen (28) (Verdensbanken, 2018). Dette tyder på at Europris som kun er tilstede i Norge, kan ventes å ha høyere kostnader knyttet til logistikk og distribusjon enn de tre andre. Imidlertid er de andre aktørene også tilstede i Norge, i tillegg til at de også opererer i andre land. Dette gjør at vi samlet anser forholdet for å gi paritet mellom aktørene.

Det andre aspektet som må vurderes for å avdekke om Europris har en ressursfordel med sine sentrallager er effektiviteten knyttet til de logistiske prosessene. Som presentert i kapittel 2.5, tok Europris i bruk et nytt sentrallager i Moss i mai 2019, som vil erstatte selskapets fem lager i Fredrikstad. Like ved det nye sentrallageret i Moss ligger også tørrhavnen til Moss Havn. Kjeden får rundt halvparten av sine varer sjøveien, og tørrhavnen er med å sikre effektiv vareflyt for Europris (Mtlogistikk, 2019). Årsaken til at Clas Ohlson, Jula og Rusta har sine sentrallager lokalisert i henholdsvis Skara, Norrköping og Insjön i Sverige, er trolig at de har flestparten av sine butikker i Sverige, og at det er stordriftsfordeler ved å ha kun ett stort

distribusjonssenter. Flere sentrallager vil gjøre distribusjonsprosessene mer komplekse, og stordriftsfordeler ved og kun ha ett sentrallager vil reduseres. Det er likevel fullt mulig for de andre aktørene å etablere store distribusjonslager i Norge, og ressursen er imiterbart. Når det gjelder selve effektiviteten til lagerstyringen anslår Europris selv at det nye sentrallageret vil øke plukkeeffektiviteten med over 300 prosent når sentrallageret er i full drift i 2021. Det er Swisslog som står bak automatiseringsløsningene i det nye lageret til Europris. Dette er samme selskap som står bak systemene som Rusta benytter ved sitt lager i Norrköping. Clas Ohlson jobber kontinuerlig med å automatisere sitt distribusjonssenter, og kunngjorde i februar 2019, at 150 til 200 ansatte vil påvirkes som følge av effektivisering av organisasjonen, og at flesteparten av disse er ansatte på sentrallageret i Insjön (Clas Ohlson, 2019d, s. 12). Jula sitt sentrallager er derimot i liten grad automatisert. Ifølge logistikkdirektør i Jula er årsaken selve varemiksen, og vedkommende peker på at roboter i liten grad håndterer store variasjoner i størrelse og vekt (Retailmagasinet, 2019). Selve styringen av sentrallageret til Europris vurderes således til å bli både viktig, og i noen grad sjelden, når sentrallageret kommer i full drift i 2021. Selskapet har imidlertid hatt utfordringer knyttet til logistikk i 2019. Lagrene har tidvis vært fulle, og selskapet har måttet leie inn lagercontainere og økt bemanningen (Dagens Næringsliv, 2019).

Oppsummert forventer at Europris sine lagerfasiliteter hverken har gitt opphav til en ressursulempe eller ressursfordel over analyseperioden. Dette begrunnes med at Jula sitt sentrallager i liten grad er automatisert, Clas Ohlson sin nedbanning av lagerpersonale tyder på tidligere ineffektivitet, og ut fra at Europris har en fordel ved å ha sitt sentrallager lokalisert nærmere sine butikker. Vi forventer likevel at Europris med sine lagerfasiliteter har hatt en konkurransemessig ulempe de siste par årene i analyseperioden som følge av at lagrene har vært fulle hvilket har gått ut over driften, samtidig som de komparative selskapene har effektivisert sin lagerstyring. Dette må også kunne anses som bakgrunnen for at Europris har valgt å ta i bruk ett større sentrallager til fordel for flere små. Sett analyseperioden under ett forventer vi likevel at sentrallageret har gitt opphav til konkurransemessig *paritet*.

Faktor	Verdifull?	Sjelden?	Ikke-imiterbar?	Organisert?	Ressursfordel?
Sentrallager	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet

Tabell 4.20 - Sentrallager danner grunnlag for konkurransemessig paritet

Til tross for at vi mener Europris sine lagerfasiliteter har vært kilde til en konkurranseulempede siste par årene, mener vi Europris sine lagerfasiliteter vil være i paritet med bransjen når det nye sentrallageret kommer i effektiv drift. Dette begrunnes med betydelig økt plukkeeffektivitet og økt kapasitet. Europris vil med dette kunne redusere bemanningen. Videre vil bedret lagerhåndtering kunne bidra til å redusere varelageret til selskapet, og slik redusere kapitalen bundet opp i varelageret.

Omdømme/ Merkenavn

En merkevare er summen av alle assosiasjoner forbrukerne har til et selskap (Patentstyret, 2019). Disse assosiasjonene dannes gjennom inntrykkene forbrukerne får av et selskap, og påvirker hvilke egenskaper de forbinder med et selskap sitt navn, logo eller andre selskapskjennetegn. Når kunder står overfor konkurrerende produkter fra ulike selskap, velger de gjerne det selskapet de assosierer med positive egenskaper og verdier. Omdømme representerer slik en verdifull organisatorisk styrke.

I kapittel 2.5, viste vi til en markedsundersøkelse utført av Mediacom i Norge, der det fremkom at respondentene anså Europris som ledende på pris, og at det var hos Europris de oftest handlet. Dette tyder på at Europris sitt merkenavn er verdifullt og sjelden. At Europris har flere fysiske butikker i Norge enn de andre konkurrentene, og dermed er tilstede i flere geografiske områder, vil imidlertid kunne være en medvirkende årsak til at respondentene svarer at det er hos Europris de oftest handler. At flere av kjedene ikke er etablert i enkelte geografiske områder vil også kunne medføre at befolkningen i disse områdene ikke har kjennskap til alle de nevnte kjedene. I slike områder vil merkenavnet Europris stå spesielt sterkt.

Et merkenavn er per definisjon ikke-imiterbart, men konkurrentene vil ved markedsføring og sin fremtoning kunne endre norske kunders preferanser og slik imitere de egenskapene som kundene i dag assosierer med Europris. Oppsummert tyder analysen på at Europris i noen grad har en ressursfordel med sitt omdømme i Norge. I de øvrige landene de komparative selskapene opererer i, vil imidlertid ikke de komparative selskapene ha noen omdømmeulempede ettersom Europris kun opererer i Norge. De vil derimot ha en omdømmefordel. Omdømmet til Europris anses følgelig ikke som sjelden.

Faktor	Verdifull?	Sjelden?	Ikke-imiterbar?	Organisert?	Ressursfordel?
Omdømme	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet

Tabell 4.21 - Omdømme gir konkurransemessig paritet

Goodwill

Som presentert i kapittel 2.5 er Europris det eneste av de komparative selskapene som har goodwill i sin balanse. I selskapets kvartalsrapport for tredje kvartal 2019, hadde selskapet goodwill for 1,61 milliarder kroner i sin balanse. Majoriteten av dette beløpet ble aktivert når Nordic Capital kjøpte morselskapet i tidligere Europris i 2012. Ettersom ingen av de komparative selskapene har goodwill i sine balanser har Europris en langt tyngre kapital å måle rentabilitet på. Til tross for stor aktivitet innen oppkjøp de siste årene, peker økonomisk litteratur på at eierne i det overtakende selskap, ofte blir den tapende part ved oppkjøp, ved at lønnsomheten ofte blir svakere enn forventet (Thorbjørnsen, 2011, s. 57-61). Oppkjøpsfondet som kjøpte Europris i 2012 børsnoterte deretter Europris på Oslo Børs i 2015. Vi forventer at Nordic Capital tok ut mye av den positive superprofitten ved at de solgte sine aksjer dyrt til de som kjøpte på børsen. Goodwill er en driftsrelatert eiendel, men det er naturlig at goodwill ikke finansieres med driftsrelatert gjeld. Følgelig forventer vi at Europris vil ha langt mer netto driftseiendeler enn de sammenlignbare selskapene. Vi forventer at dette gir opphav til en kapitalulempe for Europris, og at selskapet vil ha lavere omløp på sine netto driftseiendeler sett i forhold til de komparative selskapene. Følgelig venter vi at kapitalulempen til Europris isolert sett vil gjenspeiles i en moderat ressursulempe for selskapet.

Faktor	Verdifull?	Sjelden?	Ikke-imiterbar?	Organisert?	Ressursfordel?
Goodwill	Nei	-	-	-	Konkurransemessig ulempe

Tabell 4.22 - Goodwill gir konkurransemessig ulempe

4.3.2 Oppsummering av intern ressursbasert analyse

Faktor	Verdifull?	Sjelden?	Ikke-imiterbar?	Organisert?	Ressursfordel?
Størrelse og geografisk tilstedeværelse	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet
Strategiske samarbeidsavtaler	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet
Varehusenes lokalisering	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet
Sentrallager	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet
Omdømme	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet
Goodwill	Nei	Nei	-	-	Konkurransemessig ulempe

Tabell 4.23 - Oppsummering intern ressursbasert analyse

Oppsummert viser resultatene fra VRIO-analysen at *goodwill* gir opphav til en kapitalulempe, og slik en konkurransemessig ulempe for Europris. De øvrige ressursene gir

konkurransmessig paritet. Konkurransmessig paritet medfører at Europris ikke skiller seg fra de komparative selskapene hverken positivt eller negativt med disse ressursene.

VRIO-analysen viser at det vil kunne være en fordel for Europris at de kun opererer i et land, da dette medfører mindre komplekse prosesser. Majoriteten av de komparative selskapene er imidlertid noe større enn Europris målt etter omsetning, hvilket trekker i retning av at Europris oppnår noe mindre stordriftsfordeler. Europris har strategiske samarbeidsavtaler med ÖoB og Tokmanni, men som følge av at samarbeidet med ÖoB nylig er inngått anser vi dette samarbeidet for å ikke være effektivt organisert. Totalt sett venter vi at Europris hverken vil ha hatt en marginfordel eller -ulempe over analyseperioden. De siste par årene i analyseperioden forventer vi likevel at Europris vil ha en marginulempe som følge av at konkurrentene har effektivisert sine lagerfasiliteter, mens Europris har hatt fulle lager hvilket har påvirket driften negativt. Europris sitt nye sentrallager forventes å danne grunnlag for konkurransmessig paritet i fremtiden.

Den faktor som forventes å gi opphav til en ressursulempe for Europris over analyseperioden er selskapets store goodwill-post. Vi forventer at den tunge balansen gir opphav til en kapitalulempe for selskapet over analyseperioden, og at selskapet har hatt en moderat omløpsulempe på sine netto driftseiendeler. Samlet sett forventer vi at selskapet har hatt en moderat omløpsulempe, hverken en marginfordel eller marginulempe, og samlet sett en *moderat ressursulempe* over analyseperioden.

4.4 SWOT-analyse

Funnene i den strategiske analysen vil oppsummeres ved bruk av SWOT-analyse. SWOT er et engelsk akronym for styrker (*strengths*), svakheter (*weaknesses*), muligheter (*opportunities*) og trusler (*threats*) (Hill & Jones, 2013, s. 19). Den eksterne analysen gir grunnlag for å avdekke markedsmessige muligheter og trusler, mens den interne analysen belyser selskapsspesifikke styrker og svakheter. Ved å kombinere innsikt fra den eksterne og interne analysen i SWOT-analysen vil vi få en helhetlig oppfatning av Europris sin strategiske posisjon i bransjen. Dette gjør oss i stand til å vurdere hvorvidt styrker og svakheter ved Europris sine interne ressurser påvirker selskapets evne til å respondere på muligheter og

trusler i bransjen. Europris sine styrker og svakheter, og de identifiserte mulighetene og truslene i bv-ansjen er oppsummert i tabell 4.24.

Styrker	Svakheter
Varehusens lokalisering: Europris er representert i hele Norge	Størrelse
Europris er et sterkt varemerke kjent for lave priser	Europris oppfattes for å ha noe dårligere kvalitet på varene, ift. Konkurrentene
Strategiske samarbeidsavtaler gir opphav til stordriftsfordeler	Svakhet knyttet til lagerfasiliteter de siste par årene
Sentrallageret vil føre til effektivitetsfordeler når det kommer i effektiv drift	Stor goodwill-post gir opphav til kapitalulempe
Europris har høy andel EMV, hvilket reduserer leverandørens forhandlingsmakt	
Muligheter	Trusler
350-kronersgrensen forsvinner	Tollfrigrensen øker fra 350 til 3000 kroner
Datagenererte kanaler muliggjør mer målrettet markedsføring	Evner ikke implementere ny teknologi raskt nok, taper terreng
Digitalisering, automatisering og robotisering gir effektivitetsfordeler	Økt fokus på sirkulær økonomi "virr" forretningsmodeller
Befolkningsvekst og urbanisering gjør flere områder attraktive for etablering	Netthandel evner å ta høyere markedsandel av bv-markedet
Økt fokus på EMV, reduserer leverandørens forhandlingsmakt	Økte internasjonale varepriser
Den norske kronen styrkes	Økt rivalisering i bransjen

Tabell 4.24 - SWOT-analyse

Av *muligheter* ønsker vi å trekke fram befolkningsøkning og urbanisering, hvilket gjør flere områder attraktive for Europris, og øker kundegrunnetil de eksisterende butikkene. Videre forventes det nye sentrallageret å øke plukkeeffektiviteten med 300 prosent, hvilket forventes å redusere selskapets kostnader og bedre marginene. Vi forventer at dette vil resultere i lavere kapitalbinding i varelageret, samt redusert bemanning i de logistiske prosessene. Videre forventer vi at det strategiske samarbeidet med Tokmanni og ÖoB vil styrkes i fremtiden, og øke selskapets forhandlingsmakt ved innkjøp av varer. At Europris kontinuerlig fokuserer på utvikling av EMV, trekker i samme retning.

Hovedkilden til den strategiske fordel for Europris i dag forventes å være en bransjefordel, som hovedsakelig skyldes lav intern rivalisering i bransjen, svake substitutter og at bransjen anses som *underutviklet*. Følgelig anser vi økende intern rivalisering og styrkede substitutter som den største *trusselen* for Europris. Når det kommer til hvorvidt Europris sine ressurser og organisatoriske styrker er i stand til å *respondere* på disse truslene, ønsker vi å trekke fram Europris sin sterke posisjon i den norske bv-bransjen. Europris er tilstedeværende i hele Norge, og har i stor grad hatt en førstetrekksfordel ved etablering av sine varehus. Sammen med selskapets gode omdømme, skaper dette utfordringer for nyetablerere. Selskapets høye andel egne merkevarer gjør det videre utfordrende for nyetablerere å oppnå tilsvarende marginer. Videre har Europris vært i stand til å handle på de mulighetene digitalisering, automatisering og robotisering fører med seg, og opparbeidet seg vesentlige stordriftsfordeler. Selskapet er videre i besittelse av egenakkumulert kunde- og bransjedata. Selskapets overnevnte styrker anses slik for være i stand til å avskrekke potensielle inntrengere. Imidlertid ventes konkurransekraftene på sikt å virke, og den interne rivaliseringen å øke, til tross for at

etableringsbarrierene i bransjen er betydelige. Likevel mener vi overnevnte styrker vil gjøre de mulig for Europris å oppnå gode marginer og høy driftsinntektsvekst på mellomlang sikt.

Videre representerer økende netthandel en trussel for både Europris og bransjen. Imidlertid er selve *forretningsmodellen* til bransjeaktørene i en hvis grad i stand til å *nøytralisere* denne trusselen. Varesortimentet til Europris er i stor grad forbruksvarer og varer som gjør til at fraktkostnaden blir vesentlig, sett i forhold til størrelsen på kjøpsbeløpet. Likevel forventer vi at økende netthandel vil påvirke Europris sin lønnsomhet negativt i fremtiden.

4.5 Oppsummering av strategisk analyse

Formålet med den strategiske analysen har vært å kvalitativt analysere Europris sin strategiske posisjon i markedet. Analysene er gjort på bakgrunn av eksterne faktorer som påvirker lønnsomheten i bransjen, og Europris sine interne ressurser sett i forhold til konkurrentenes.

I den eksterne bransjeorienterte analysen konkluderte vi med en forventning om at bvu-bransjen har hatt en *svært stor* bransjefordel de senere årene. Mens deler av øvrig varehandel har hatt store utfordringer, har handel med lavpris og bredt vareutvalg opplevd sterk vekst, og høy rentabilitet. Vi venter at lønnsomheten i bransjen vil avta i fremtiden, etterhvert som konkurransen skjerpes. Når det gjelder lønnsomheten i bransjen på mellomlang sikt, venter vi at den vil være *høy*. Dette skyldes for det første høye etableringsbarrierer i form av de etablerte aktørenes betydelige stordriftsfordeler, og at tilgangen på attraktive butikklokaler er begrenset. Begrenset tilgang på attraktive butikklokaler gjør det utfordrende for nyetablerere å ekspandere sin drift, som videre hindrer de i å oppnå stordriftsfordeler. Videre er trusselen fra substitutter svak, og bvu-aktørene øker sitt kundegrunnlag på bekostning av faghandel. Imidlertid venter vi økende konkurranse fra netthandel i fremtiden, men ettersom kundene fremdeles anses å foretrekke fysiske butikker, ser vi på trusselen i dag som svak. Videre har flere av bvu-aktørene nettbbutikk. På lang sikt venter vi likevel at konkurransekraftene vil virke og drive den svært store bransjefordelen i retning av en liten bransjefordel. Dette ble begrunnet med at konsentrasjonen i aktørleddet er økende, og forventes på sikt å øke mer enn konsentrasjonen i kundeledet. Til tross for at etableringsbarrierene i bransjen er høye, vil en svært stor bransjefordel medføre at aktører kan oppnå superrentabilitet til tross for ressursulempes ved etablering. Ettersom konkurransen i hovedsak utspiller seg på grunnlag av pris, vil økt intern rivalisering slå hardt ut i reduserte marginer for aktørene.

I den interne ressursbaserte analysen konkluderte vi med en forventning om en moderat ressursulempe for Europris. Kilden til ressursulempen er den store goodwillposten som stammer fra da Nordic Capital kjøpte morselskapet i forgjengerselskapet til dagens Europris. Vi forventer at goodwillposten til Europris vil representere en kapitalulempe, og medføre en omløpsulempe for selskapet. Vi forventer at Europris hverken har hatt en marginfordel eller marginulempe over analyseperioden, og følgelig venter vi en moderat ressursulempe kun bestående av en moderat omløpsulempe. Imidlertid forventer vi at selskapet har hatt en ressursulempe knyttet til lager- og distribusjonsfasiliteter de siste par årene, men i paritet med bransjen over analyseperioden. I motsetning til konkurrentene som har drevet fra ett eller få sentrallagre, har Europris i perioden vært avhengig av flere mindre lager, og fulle lager har gått ut over driften i 2019. Vi venter likevel at Europris vil oppnå konkurransemessig paritet med bransjen når lageret er finjustert og kommet i ordinær drift.

På lang sikt forventer vi at Europris sin omløpshastighet på netto driftseiendeler vil gå mot bransjesnittet. Etersom vi forventer at Europris sin ressursulempe i dag kun består av en omløpsulempe, forventer vi at ressursulempen gradvis vil reduseres i fremtiden og gå mot paritet med bransjesnittet på lang sikt.

Dekomponert strategisk fordel	2014 til 2019	Forventet på mellomlang sikt	Forventet på lang sikt
Bransjefordel	Svært stor fordel	Stor fordel	Liten fordel
+ Ressursfordel	Moderat ulempe	Liten ulempe	Paritet
Stor fordel	Stor fordel	Moderat fordel	Liten fordel

Tabell 4.25 - Oppsummering strategisk analyse

4.6 Strategisk vekstanalyse

Basert på de foregående analysene i dette kapittelet vil vi nå se på hvilke muligheter vi ser for Europris med hensyn på fremtidig vekst.

Som vi har sett har varehandelen vært utsatt for innovasjon og skjerpet konkurranse de senere årene, hvilket har medført store omveltninger. Økende netthandel har gått på bekostning av fysiske butikker. Utviklingen er på ingen måte unik for Norge, og må ses i en internasjonal sammenheng. I USA har flere, store, tradisjonsrike detaljister bukket under. Eksempler er Sears, omtalt som ”1900-tallets Amazon”, og den verdensomspennende leketøyskjeden Toys R’ Us. Omfanget har ført til at tilstanden har fått sin egen betegnelse; *retail apocalypse*.

Varehandel med lavpris og bredt vareutvalg har likevel gått svært godt de senere årene, og ventes å vokse også i årene som kommer. CEO i Europris, Pål Wibe, uttalte i september 2019, at Europris venter at den tøffe konkurransen vil holde fram i deler av varehandelen, og at ytterligere konkurser vil bidra til å legge en demper på husleieprisene i kjøpesenter og attraktive bygårder (E24, 2019). Husleiepriser er en avgjørende variabel når Europris vurderer nyetableringer, og Wibe påpeker at ekspansjonen av pilotkonseptet Europris City ventes å skje på grunnlag av mer gunstige leiepriser i kjøpesenter og sentrale bygårder fremtiden. På grunnlag av dette ser vi vekstmuligheter for Europris sitt City-konsept, og at utrulling av mindre butikker kan representere en vekstmulighet i årene som kommer.

Videre ser vi på urbanisering og fremvekst av større tettsteder som en vekstmulighet for Europris. Årsaken er økt konsentrasjon i kundeledet på de stedene som vokser, hvilket styrker grunnlaget for nyetablering av butikker.

Europris var i årene 2006 til 2009 tilstede i det svenske markedet, men gav opp satsingen på grunnlag av ulønnsom drift. Gjennom kjøpet av 20 prosent av ÖoB i 2018, har selskapet igjen en fot i det svenske markedet. Som tidligere nevnt besitter Europris en opsjon på å kjøpe resterende 80 prosent av aksjene i morselskapet, Runsvengruppen AB. Hvorvidt Europris vil utøve opsjonen eller ikke, vil ikke vi kunne ta stilling til i denne utredningen. Imidlertid ventes samarbeidet å resultere i økende stordriftsfordeler i form av økt forhandlingsmakt over for leverandører, og slik reduserte varekostnader.

Som følge av sprengt lagerkapasitet, samt flytting til nytt sentrallager, har Europris hatt økte kostnader i 2019. Det ventes at det vil ta noe tid før stordriftsfordelene ved sentrallageret viser seg i regnskapstallene, men fra og med ferdigstillelse i 2021 venter vi å se positive ringvirkninger.

Økende netthandel representerer videre en vekstmulighet for Europris, som lanserte sin nettbutikk i 2018.

5. Regnskapsanalyse

I denne delen av masterutredningen vil en *kvantitativ* regnskapsanalyse av Europris og de komparative virksomhetene foretas. Ved å analysere regnskapstallene er formålet å få innsikt om risiko og superrentabilitet. Regnskapstallene vil gi innsikt i Europris sin historiske og nåværende strategiske posisjon i bvu-bransjen. Informasjonen som avdekkes vil videre være sentral for å forstå den historiske utviklingen i bransjen, og fremtidsutsiktene til Europris og de komparative virksomhetene. Informasjonen som er nyttet til å utføre regnskapsanalysen er hentet fra års- og kvartalsrapporter. Som teorigrunnlag nyttes rammeverket til Knivsflå (2019), samt regnskapsanalyse- og verdsettelseslitteratur fra Petersen mfl. (2017), Penman, (2010) og Palepu (2010).

5.1 Rammeverk og praktiske valg

5.1.1 Praktiske valg

Før vi starter på selve analysen må tre praktiske valg tas. Dette er valg av (1) analysenivå, (2) analyseperiode og (3) valg av komparative selskaper som skal utgjøre sammenligningsgrunnlaget. Vi vil presentere våre valg, før vi dernest presenterer rammeverket for regnskapsanalysen.

Valg av analysenivå

En virksomhet kan analyseres samlet eller som summen av alle forretningsområdene. Dersom en virksomhet består av vesentlig differensierte forretningsområder, bør de analyseres individuelt, men samlet om det ikke er tilfelle (Knivsflå, 2019, F.3, s. 24). For Europris og de komparative selskapene er forretningsområdene tett integrert, og vil derfor analyseres samlet. Selskapenes konsernregnskap vil dermed benyttes som analysenivå.

Valg av analyseperiode

Antall perioder bakover i tid vi velger å analysere utgjør samlet analyseperiode, der én periode representerer ett regnskapsår. Dersom virksomheten har drevet med det samme over tid trekker det i retning av en lang analyseperiode. Dersom virksomheten derimot har endret seg, trekker

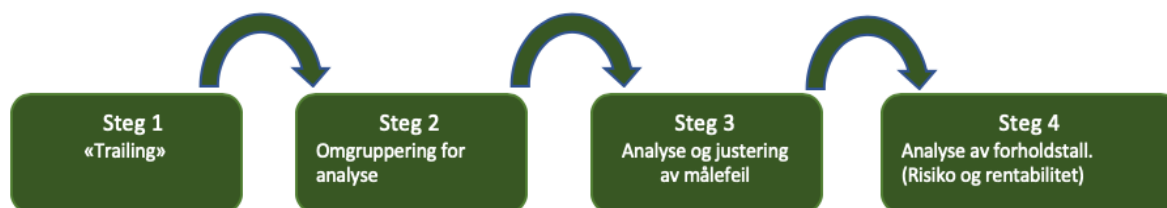
det i retning av en kortere analyseperiode som følge av at eldre regnskapstall ikke vil være representative for dagens drift. Europris har i stor grad drevet med det samme over lang tid. Dette trekker i retning av en lang analyseperiode. På den annen side har selskapet hatt sterk vekst. De komparative virksomhetene har endret seg ved at de har ekspandert til nye land, og bransjen har opplevd sterk vekst de senere år. Vi har derfor valgt en analyseperiode på seks år, fra 2014 til 2019T.

Valg av komparative virksomheter

De komparative virksomhetene vil utgjøre gjennomsnittsvirksomheten i bransjen, og fungere som sammenligningsgrunnlag for Europris. De komparative virksomhetene vi har valgt er Clas Ohlson, Jula og Rusta. I tillegg vil Europris inngå i sammenligningsgrunnlaget. Bransjegjennomsnittet vil dermed bestå av Clas Ohlson, Jula, Rusta og Europris.

5.1.2 Rammeverk for regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen utføres i form av følgende fire steg:



Figur 5.1 - rammeverk for regnskapsanalyse

Steg 1: Trailing

Det første som gjøres i regnskapsanalysen er å utarbeide «*trailing årsregnskap*» for inneværende regnskapsår. For utarbeidelse av «*Trailing*» tar en utgangspunkt i årets offentliggjorte kvartalsrapporter, samt fjorårets årsregnskap og kvartalsrapporter, for å utarbeide et estimat på finansregnskapet for inneværende regnskapsår (Knivsflå, 2019, F. 3, s. 47).

Europris er børsnotert, og ved tidspunkt for utarbeidelse av trailing, var kvartalsrapporter for første, andre og tredje kvartal 2019 offentliggjort. Trailing årsregnskap for Europris vil følgelig baseres på disse kvartalsrapportene. Clas Ohlson er også børsnotert, men har avvikende regnskapsår, da deres regnskapsperiode ender 30. april. Vi har valgt å klassifisere

regnskapsåret 2018/2019 for å være 2018 i vår analyse. Dette medfører at kvartalsrapporten som strekker seg fra 1. mai til 31. juli. 2019, vil håndteres som 1. kvartal 2019. Utarbeidelsen av trailing årsregnskap for Clas Ohlson vil derfor kun basere seg på én kvartalsrapport for 2019. Når det gjelder Rusta og Jula er ikke de børsnoterte, og de offentliggjør ikke kvartalsrapporter. Dette gjør at trailing må utarbeides på grunnlag av vekst fra tidligere år. Trailing årsregnskap 2019 for Jula er dermed basert på veksten fra 2017 til 2018. Rusta har som Clas Ohlson avvikende regnskapsår, og seneste offentliggjorte årsregnskap ved utarbeidelse av trailing, strekker seg fra 1. mai 2017 til 30. april 2018. Dette regnskapsåret har vi i analysen klassifisert som 2017. Dette medfører at det for Rusta vil utarbeides trailing årsregnskap for både 2018 og 2019. Trailing årsregnskap 2018 for Rusta vil utarbeides på grunnlag av veksten fra 2016 til 2017. Det samme vil gjøres for trailingåret 2019, men veksten vil eventuelt korrigeres dersom vi ser at utviklingen for de andre komparative selskapene endres vesentlig fra 2018 til 2019. Årsaken er at dette vil kunne tyde på en endring i markedet. Trailing er utført i kapittel 5.3.

Steg 2 - Omgruppering

Det neste steget i regnskapsanalysen er å omgruppere de rapporterte finansregnskapene for analyse. Formålet er å gjøre regnskapsoppstillingene mer investororienterte. Årsaken til at omgruppering gjennomføres, er at regnskapsoppstillingene etter IFRS har større fokus på risiko og kreditorinteresser (Knivsflå, 2019, F4, s. 7). Som analytikere ønsker vi å avdekke kildene til normalinntjening og verdiskaping. Dette gjøres ved å omgruppere finansregnskapet ut fra om postene knytter seg til ordinær drift, om de er finansielle, samt ut fra om resultatpostene er normale eller unormale (Koller mfl., 2015). Driftsrelaterte normale poster vil være kjernen til langsiktig verdiskaping for virksomhetene i bransjen, og en slik oppstilling vil derfor være mer investororientert og relevant for verdsettelsesformål (Penman, 2010, s. 251). Omgruppering er utført i kapittel 5.4.

Steg 3 – Analyse og justering av målefeil

Det tredje steget er å justere for målefeil i de rapporterte finansregnskapene. Målefeil oppstår som følge av avvik mellom rapporterte og «virkelige» økonomiske forhold (Knivsflå, 2019, F. 7, s. 8). Formålet ved justering er å få fram rentabilitet på faktisk investert kapital, slik at rentabilitetsmålingen blir mer relevant for verdsettelsesformål (Petersen mfl., 2017, s. 615). Analyse og justering av målefeil vil gjennomføres i kapittel 5.5.

Steg 4 – Forholdstallsanalyse – Risiko og rentabilitet

I det siste steget nyttes de omgrupperte og justerte regnskapene til å analysere kredittrisiko og superrentabilitet. Risikoanalysen består av analyse av kortsiktig likviditetsrisiko og langsiktig soliditetsrisiko. Analyse av risiko oppsummeres med syntetisk rating, der Europris og bransjen gis en bokstavkarakter som gir uttrykk for kredittrisiko. I rentabilitetsanalysen måles historisk rentabilitet opp mot estimerte avkastningskrav, for å avdekke om Europris har en strategisk fordel eller strategisk ulempe (Knivsflå, 2019, F. 3, s. 16). Videre vil den strategiske fordelen dekomponeres, for å avdekke kildene til en eventuell strategisk fordel.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

Under følger resultatregnskapet og balansen til Europris, slik det fremkommer i årsrapportene for årene 2014 til 2018. Alle beløp er i NOK 1000, og desimaler er ikke med i Europris sine presenterte regnskap. Følgelig er det gjort avrundinger som ikke fremgår av regnskapene, og alle tallene vil derfor ikke gå helt opp ved summering.

Resultatregnskap, Alle tall i NOK 1000	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Salgsinntekter	3 635 559	4 152 951	4 525 748	4 980 625	5 329 467	5 738 144
Andre driftsinntekter	121 430	105 886	103 483	104 580	93 063	78 840
Sum driftsinntekter	3 756 989	4 258 837	4 629 232	5 085 205	5 422 530	5 816 984
Varekostnad	2 154 126	2 423 728	2 569 337	2 903 030	3 118 345	3 298 296
Personalkostnader	495 193	616 314	702 336	752 498	826 847	898 504
Avskrivninger	133 093	126 207	71 061	75 089	82 690	90 743
Nedskrivninger	0	78 444	0	0	0	0
Andre driftskostnader	647 766	678 372	753 932	764 590	842 641	942 369
Sum driftskostnader	3 430 178	3 922 964	4 096 665	4 495 207	4 870 523	5 229 911
Driftsresultat	326 811	335 872	532 567	589 998	552 007	587 073
Renteinntekter	2 123	7 744	5 740	4 679	4 080	2 643
Andre finansinntekter	8 041	36 361	7 269	284	53	3 485
Sum finansinntekter	10 164	44 105	13 009	4 963	4 133	6 129
Rentekostnader	178 122	142 332	123 206	39 085	37 880	38 755
Andre finanskostnader	17 655	31 154	54 759	6 930	7 935	8 316
Sum finanskostnader	195 777	173 486	177 966	46 014	45 815	47 070
Netto finansinntekter/ (kostnader)	-185 613	-129 381	-164 956	-41 052	41 682	40 942
Profitt/ (tap) fra tilknyttede selskap	0	0	0	0	0	6 400
Resultat før skatt	141 199	206 491	367 610	548 946	510 325	552 531
Skattekostnad	42 028	57 200	90 029	135 285	120 526	123 400
Årsresultat	99 171	149 291	277 582	413 661	389 799	429 132
Andre inntekter og kostnader	0	0	0	0	0	0
Totalresultat	99 171	149 291	277 582	413 661	389 799	429 132

Tabell 5.1 - Rapportert resultatregnskap, Europris

Rapportert balanse (alle tall i NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Anleggsmidler						
Programvare	39 200	32 393	40 744	39 929	42 617	47 167
Kontraktuelle eiendeler	141 019	0	0	0	0	0
Varemerker	387 573	387 573	387 573	387 573	387 573	387 573
Goodwill	1 557 393	1 579 928	1 582 487	1 589 402	1 599 106	1 605 947
Sum immaterielle eiendeler	2 135 184	1 999 894	2 010 804	2 016 904	2 029 297	2 040 688
Land	0	0	0	0	20 481	23 739
Inventar	147 381	185 784	225 178	246 377	252 059	238 324
Sum varige driftsmidler	147 381	185 784	225 178	246 377	272 540	262 063
Investeringer i tilknyttede selskap	0	0	0	0	0	142 268
Andre investeringer	685	370	372	374	374	374
Andre fordringer	21 066	16 263	4 839	1 808	24 008	24 073
Derivater	0	0	0	51	794	237
Sum finansielle eiendeler	21 751	16 633	5 211	2 234	25 175	166 952
Sum anleggsmidler	2 294 317	2 202 311	2 241 193	2 265 515	2 327 012	2 469 702
Omløpsmidler						
Varelager	830 091	984 336	1 109 189	1 324 103	1 368 361	1 573 233
Kundefordringer	200 071	229 550	239 627	203 346	207 755	185 712
Andre fordringer	65 842	106 682	56 877	59 089	61 343	87 893
Derivater	0	0	0	7 450	2 243	13 829
Sum fordringer	265 913	336 233	296 504	269 885	271 342	287 435
Kontanter og kontantekvivalenter	292 659	245 016	447 116	576 964	581 663	426 967
Sum omløpsmidler	1 389 463	1 565 585	1 852 808	2 170 952	2 221 366	2 287 634
Sum eiendeler	3 683 780	3 767 896	4 094 001	4 436 467	4 548 378	4 757 337
Egenkapital						
Aksjekapital	9 255	9 255	166 969	166 969	166 969	166 969
Egne aksjer	0	0	0	0	0	-5 370
Overkurs	916 245	916 245	903 193	669 437	335 499	51 652
Sum innskutt egenkapital	925 500	925 500	1 070 162	836 406	502 468	213 251
Annen egenkapital	45 590	279 102	458 305	871 966	1 261 765	1 575 677
Sum opptjent egenkapital	45 590	279 102	458 305	871 966	1 261 765	1 575 677
Sum egenkapital	971 090	1 204 602	1 528 467	1 708 372	1 764 233	1 788 928
Gjeld						
Pensjonsforpliktelser	309	55	0	0	0	0
Utsatt skattgjeld	110 300	72 762	57 920	45 575	48 250	45 146
Sum avsetninger	110 608	72 818	57 920	45 575	48 250	45 146
Langsiktige lån	1 698 225	1 481 445	1 648 385	1 646 874	1 648 567	1 649 428
Annen langsiktig gjeld	34 107	41 873	4 266	0	0	0
Derivater	0	0	0	1 272	2 213	0
Sum annen langsiktig gjeld	1 732 332	1 523 317	1 652 651	1 648 146	1 650 780	1 649 428
Sum langsiktig gjeld	1 842 941	1 596 135	1 710 572	1 693 721	1 699 030	1 694 574
Kortsiktige lån	119 000	110 500	0	0	0	0
Leverandørgjeld	396 464	481 507	444 888	555 651	580 795	553 643
Betalbar skatt	54 092	99 525	107 985	145 446	116 767	124 140
Skyldige offentlige avgifter	99 554	112 670	127 154	149 167	205 279	251 540
Utbytte	84 221	0	0	0	0	0
Kortsiktig gjeld til morselskap	100	100	0	0	0	0
Annen kortsiktig gjeld	116 319	162 857	174 935	183 849	179 563	344 512
Derivater	0	0	0	261	2 712	0
Sum kortsiktig gjeld	896 750	967 159	854 962	1 034 373	1 085 116	1 273 835
Sum gjeld	2 712 690	2 563 294	2 565 534	2 728 095	2 784 145	2 968 409
Sum egenkapital og gjeld	3 683 780	3 767 896	4 094 001	4 436 467	4 548 378	4 757 337

Tabell 5.2 - Rapportert balanse, Europris

Endringer i egenkapital (Tall i NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapital 01.01	956 140	971 090	1 204 602	1 528 467	1 708 372	1 764 233
Kapital reduksjon	0	0	-803 527	0	0	0
Inntekter fra utstedte aksjer (børsnotering)	0	0	849 811	0	0	0
Reversering av betalbart utbytte	0	84 221	0	0	0	0
Årets resultat	99171	149 291	277 581	413 661	389 799	429 132
Utbytte	-84221	0	0	-233 756	-333 938	-283 847
Netto kjøp av egne aksjer	0	0	0	0	0	-120 590
Anna fullstendig resultat	0	0	0	0	0	0
Egenkapital 31.12	971 090	1 204 602	1 528 467	1 708 372	1 764 233	1 788 928

Tabell 5.3 - Endring i egenkapital, Europris

5.3 Trailing årsregnskap

Ved å ta utgangspunkt i kvartalsrapportene fra første-, andre- og tredjekvartal 2019, (Q1-Q3 2019), vil trailing årsregnskap for 2019 utarbeides. Dette gjøres ved å ta utgangspunkt i kvartalsrapportene for Q1-Q3 2019, og lage et estimat på Q4 2019, ved å normalisere og vekstjustere tallene for Q4 2018. Normale poster i årsresultatet for trailingåret 2019 blir dermed estimert slik (Knivsfå, 2019, F. 3, s. 51):

$$Q_{1t} + Q_{2t} + Q_{3t} + (1 + g) * Q_{4t-1}$$

Der veksten (g) blir estimert slik:

$$g = (Q_{1t} + Q_{2t} + Q_{3t}) / (Q_{1t-1} + Q_{2t-1} + Q_{3t-1}) - 1$$

Unormale poster som anses for å være engangshendelser eller svært sjeldne, er ikke relevante for fremskrivning. Følgelig har vi skilt ut unormale poster fra de normale i resultatregnskapet til Europris for 2018, og i resultatregnskapene for Q1-Q3 2019.

I varekostnaden til Europris ligger realiserte og urealiserte tap på valutakontrakter. Årsrapportene oppgir størrelsen på både de realiserte og urealiserte gevinstene/tapene. Disse anses som unormale driftsinntekter/driftskostnader, og vi har derfor skilt de ut fra varekostnaden. Imidlertid oppgis det kun hva de urealiserte gevinstene/tapene er i kvartalsrapportene. Dette gjør at vi kun har kunnet skille ut de urealiserte gevinstene/tapene i kvartalsrapportene. I tillegg har Europris gevinster og tap på rentebytteavtaler. Dette anses som unormale finansinntekter/-kostnader.

Kvartalstallene for 2019 viser betydelige endringer i enkelte poster sett i forhold til Q1-Q3 2018. Dette skyldes i stor grad innføringen av de nye regnskapsreglene for leieavtaler som

følger av IFRS 16, som kom til anvendelse fra 01.01.2019. Postene som påvirkes er avskrivninger, andre driftskostnader og finanskostnadene.

Fra Q1-Q3 2018 til Q1-Q3 2019 økte avskrivningene med MNOK 315,83. Den store økningen skyldes imidlertid implementeringen de nye regnskapsreglene for leieavtaler, som følger av IFRS 16. Av de totale avskrivningene på MNOK 381,343 i Q1-Q3 2019 var, MNOK 305,1 avskrivning av leieeiendel. Resterende avskrivninger på MNOK 76,243 var avskrivning av inventar og programvare. Avskrivningene på MNOK 65,51 i Q1-Q3 2018, var samtlige avskrivning av inventar og programvare. Økte avskrivninger sett bort fra effekten av IFRS 16 var dermed MNOK 10,73.

Europris opplyser ikke om hvordan kvartalsregnskapene for Q1-Q3 2018 ville sett ut dersom leieavtalene hadde vært ført som finansielle leieavtaler. Vi vil derfor justere resultatpostene for Q1-Q3 2019 ut fra hvordan de ville vært dersom leiebetalingene hadde vært ført som operasjonelle leieavtaler i 2019, på lik linje med i 2018, for å estimere trailingveksten. Vi legger til grunn at leiebetalingen i Q4 2019 vil bli 1/3 av leiebetalingen i Q1-Q3 2019, slik at renteelementet, avskrivningene og andre driftskostnader påvirkes på samme måte i Q4 2019, som i hvert av de tre første kvartalene i 2019 sett under ett.

Avskrivningene korrigeres følgelig slik i tre steg:

(1) Først beregnes trailingveksten ut fra hvordan den ville vært dersom leien hadde vært ført som operasjonell leie i Q1 til Q3 2019:

$$\text{Trailingvekst avskrivninger} = \frac{\text{Avskrivninger Q1Q3 2019 gitt OPlie}}{\text{Avskrivninger Q1Q3 2018}} - 1$$

Der: $OPlie = \text{Operasjonell leie}$, $Q1Q3 = Q1 + Q2 + Q3$.

(2) Dernest estimeres avskrivningene i 2019T ut fra hvordan de ville vært dersom leien hadde vært ført som operasjonell leie i hele 2019, med følgende formel:

$$\text{Avskr 2019T ved OPlie} = (\text{Avskr Q1Q3 2019 gitt OPlie}) + (1 + g) * (\text{Avskr 2018} - \text{Avskr Q1Q3 2018})$$

(3) Til sist legger vi til avskrivningene som knytter seg til finansiell leie i Q1-Q3 2019 multiplisert med 4/3, da vi forutsetter at leiebetalingsen i Q4 2019 vil være lik gjennomsnittet av leiebetalingsen i Q1-Q3 2019:

$$Avskr\ 2019T = Avskr\ 2019T\ ved\ O\text{P}\text{leie} + (Avskr\ Q1Q3\ 2019\ knyttet\ til\ F\text{I}\text{leie} * \frac{4}{3})$$

Der: *Avskr* = Avskrivninger, *OP leie* = Operasjonell leie, *Fleie* = Finansiell leie

Videre medfører IFRS 16 at andre driftskostnader blir redusert, som følge av at årlig leie ikke direkte kostnadsføres. I kvartalsrapporten til Europris for tredje kvartal 2019, fremkommer det at MNOK 329,2 av reduksjonene i andre driftskostnader for Q1-Q3 2019 skyldes effekter av IFRS 16. Ikke hensyntatt virkningen av IFRS 16 ville andre driftskostnader vært MNOK 796,76 i Q1-Q3 2019, som tilsvarer en økning på om lag MNOK 99 fra Q1-Q3 2018 til Q1-Q3 2019, og en prosentvis vekst på rundt 14,2 prosent. For perioden 2013 til 2018 var gjennomsnittlig årlig vekst i andre driftskostnader på 7,8 prosent. Dette tyder på at det også kan ligge noe unormalt i andre driftskostnader, sett bort fra effekten av IFRS 16 i Q1-Q3 2019. Fra kvartalsrapporten for tredje kvartal 2019, fremkommer det at MNOK 35 knyttet seg til flyttingen til det nye sentrallageret i Moss. Vi anser dette for å være en engangshendelse, og velger å klassifisere MNOK 20 som unormal driftskostnad etter skjønn. Vi justerer de rapporterte regnskapstallene for andre driftskostnader i Q1-Q3 2019 til slik de ville vært dersom IFRS 16 ikke hadde vært implementert i 2018, gitt samme forutsetninger som beskrevet for avskrivninger. Videre klassifiseres MNOK 20 som unormal driftskostnad.

Andre driftskostnader korrigeres følgelig slik i tre steg:

(1) Først regner vi ut trailingveksten gitt at leien hadde vært ført som operasjonell leie i Q1-Q3 2019:

$$Trailingvekst\ ADK = \frac{ADK\ Q1Q3\ 2019\ gitt\ O\text{P}\text{leie}}{ADK\ Q1Q3\ 2018} - 1$$

(2) Dernest regner vi ut vår forventning til hvordan andre driftskostnader ville vært dersom leien hadde vært ført som operasjonell leie i hele 2019:

$$ADK\ 2019T\ ved\ O\text{P}\text{leie} = ADK\ Q1Q3\ 2019\ gitt\ O\text{P}\text{leie} + (1 + g) * (ADK\ 2018 - ADK\ Q1Q3\ 2018)$$

(3) Til sist trekker vi fra andre driftskostnader som knytter seg til finansiell leie i første halvår 2019 multiplisert med 4/3, da vi forutsetter at leiebetalingen i Q4 2019 vil være lik gjennomsnittlig leiebetaling for Q1-Q3 2019:

$$ADK\ 2019T = ADK\ 2019T\ ved\ Opleie - \left(ADK\ Q1Q3\ 2019\ knyttet\ til\ Filleie * \frac{4}{3} \right)$$

Videre har innføringen av IFRS 16 effekt på finanskostnadene. I henhold til kvartalsrapporten til Europris for andre kvartal 2019, var effekten av IFRS 16 en økning i netto finanskostnader på MNOK 34,3 i Q1-Q3 2019. Det medfører at netto finanskostnad, sett bort fra virkningen av IFRS 16, ville vært MNOK 38,264. I Q1-Q3 2018 var netto finanskostnad MNOK 24,984. Kvartalsrapportene til Europris er såkalt «condensed», altså lite spesifiserte, og inntektene og finanspostene nettorapportert. Inntektene har vi fordelt som normale og unormale ut fra prosentvis fordeling i 2018. Når det gjelder finanspostene har vi fordelt netto finanskostnader som ikke knytter seg til IFRS 16, altså MNOK 38,262 ut fra prosentvis fordeling i 2018. Resterende MNOK 34,3 har vi lagt til normale finanskostnader. I 2018 var normale finansinntekter MNOK 2,644, normale finanskostnader var MNOK 38,755, og unormalt finansresultat var MNOK -4,831. For å estimere finanskostnader og finansinntekter for trailingen har følgende formler blitt benyttet (Knivsflå, 2018, F3, s. 68-69):

$$FK\ 2019T = FK\ Q1Q3\ 2019 * \left(\frac{4}{3} \right)$$

$$FI\ 2019T = FI\ Q1Q3\ 2019 * \left(\frac{4}{3} \right)$$

Skattekostnaden har blitt estimert med følgende formel (Knivsflå, 2018, F3, s. 59):

$$SK\ 2019T = dss * DR + fss * (FI + UFR) - fkss * FK$$

Der: *dss* = driftsskattesatsen, *fss* = finansinntektsskattesatsen, *fkss* = effektiv skattesats på finanskostnader, *DR* = driftsresultat, *FI* = finansinntekter, *UFR* = unormalt finansresultat, *FK* = finanskostnad

Driftsskattesatsen beregnes ved følgende formel (Knivsfå, 2018, F3, s. 61):

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

Driftsskattesatsen som benyttes i trailingen er beregnet som et vektet gjennomsnitt av driftsskattesatsen for Q1-Q3 2019 og driftsskattesatsen for 2018 (Knivsfå, 2019, F.3, s. 68).

Under følger resultatet av trailing årsregnskap for 2019T:

Tall i NOK 1000	2019	2018		Trailing uten vekst	Vekstjustering	2019T	Trailing vekst i prosent
	Q1-Q3	Q1-Q4	Q1-Q3				
Normale driftsinntekter	4 335 030	5 816 476	3 977 956	6 173 551	165 032	6 338 583	8,98 %
Varekostnad (uten valutaeffekter)	2 481 626	3 309 289	2 269 407	3 521 508	97 242	3 618 750	9,35 %
Personalkostnader	715 601	898 504	648 479	965 626	25 879	991 505	10,35 %
Avskrivning	381 343	90 743	65 511	406 575	105 834	512 409	Se forklaring tekst
Andre driftskostnader	447 556	942 368	697 680	692 244	-82 000	610 244	Se forklaring tekst
Driftsresultat før unormale poster	308 904	575 572	296 879	587 598	18 077	605 674	
Andre driftsinntekter	379	508	347	379	0	379	
Unormale andre driftskostnader	20 000	0	0	20 000	0	20 000	
Gevinst/ (tap) på valutakontrakter	-1 900	10 993	-5 400	-1 900	0	-1 900	
Driftsresultat fra egen virksomhet	287 383	587 073	291 826	582 630		584 153	
Nettoresultat fra tilknyttet selskap	-4 000	6 400	0	-4 000	0	-4 000	
Driftsresultat fra egen og annen virksomhet	283 383	593 473	291 826	578 630		580 153	
Finansinntekt - Normal	2 470	2 644	1 613	3 293	0	3 293	
Finanskostnad - Normal	70 520	38 755	23 649	94 027	0	94 027	
Unormalt finansresultat	-4 515	-4 831	-2 948	-4 515	0	-4 515	
Resultat før skatt	210 818	552 531	266 842	483 382		484 905	
Skattekostnad	47 260	123 399	61 374			109 290	
Årsresultat	163 558	429 132	205 468			375 615	
Totalresultat	163 558	429 132	205 468			375 615	

Tabell 5.4 - Trailing resultatregnskap, 2019T

Trailingbalansen settes lik balansen i tredje kvartal 2019. Trailingbalansen for 2019 følger av tabell 5.5.

Balanse (Tall i NOK 1000)	2018	2019T
Programvare	47 167	44 802
Varemerker	387 573	387 573
Goodwill	1 605 947	1 610 895
Land	23 739	24 966
Inventar	238 324	277 085
Leieeiendel	0	2 336 352
Finansielle eiendeler	166 952	164 982
Sum anleggsmidler	2 469 702	4 846 655
Varelager	1 573 233	1 823 390
Kundefordringer	185 712	129 635
Andre fordringer	87 893	87 612
Derivater	13 829	0
Kontanter	426 968	27 225
Sum omløpsmidler	2 287 635	2 067 862
Sum eiendeler	4 757 337	6 914 517
Innskutt egenkapital	213 251	213 121
Opptjent egenkapital	1 575 677	1 437 673
Sum egenkapital	1 788 928	1 650 794
Avsetninger	45 146	90 452
Langsiktige lån	1 649 428	13 406
Leieforpliktelse	0	1 947 852
Sum langsiktig gjeld	1 694 574	2 051 710
Kortsiktige lån	0	1 644 766
Kortsiktig leieforpliktelse	0	398 637
Leverandørgjeld	553 643	628 196
Betalbar skatt	124 140	12 202
Skyldige offentlige avgifter	251 540	192 664
Annen kortsiktig gjeld	344 512	335 548
Sum kortsiktig gjeld	1 273 835	3 212 013
Sum gjeld	2 968 409	5 263 723
Sum egenkapital og gjeld	4 757 337	6 914 517

Tabell 5.5 – Trailing balanse, 2019T

Videre har vi utarbeidet en oppstilling over endring i egenkapital. For at endringen i egenkapitalen skal stemme, har vi trukket ut det estimerte tilbakeholdte totalresultatet for Q4 2019, og klassifisert dette som *dirty surplus* (Knivsfå, 2019, F.3, s. 81). Årsaken til at dette må gjøres, er at det ikke er opptjent per 30.09.2019, og dermed ikke en del av egenkapitalen på balansetidspunktet. Når det gjelder utbytte, har Europris betalt ut utbytte i andre kvartal 2019, og vi forventer ikke flere utbyttebetalinger i 2019.

For å beregne trailingutbyttet for de komparative selskapene har følgende formel blitt benyttet (Knivsflå, 2019, F.3, s. 73):

$$\text{Trailingutbytte 2019T} = \text{Vekstfaktor for inntekt} * \text{Utbytte 2018}$$

Av tabellen under følger oversikt over endringen i egenkapitalen for Europris i 2018 og 2019T.

Endring i egenkapital (NOK 1000)	2018	2019T
Egenkapital 01.01	1 764 233	1 788 928
Totalresultat	429 132	375 615
Betalt utbytte	283 847	298 717
Netto kjøp av egne aksjer	120 590	2 975
Dirty surplus	0	-212 057
Egenkapital 31.12	1 788 928	1 650 794

Tabell 5.6 - Endring i egenkapital, Europris, 2018 og 2019T

5.4 Omgruppering for analyse

Målet med omgruppering er å skreddersy regnskapstallene for analyse (Knivsflå, 2019, F.4, s. 4). IFRS er mest kreditororientert, og vi vil omgruppere regnskapsoppstillingene for å gjøre de mer investororienterte. Dette gjøres ved å omgruppere tallene slik at kildene til normalinntjening, verdiskaping og utdelinger kommer tydeligere fram (Penman, 2010, s. 239-240).

5.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Vi vil begynne med å omgruppere resultatregnskapene. Omgrupperingen utføres etter rammeverket til Kjell Henry Knivsflå, i følgende fire steg (Knivsflå, 2019, F. 4, s. 3):

1. Identifisering av fullstendig nettoresultat (FNR)
2. Fordeling av fullstendig resultat før skatt til alle kapitaler i balansen
3. Identifisere normale og unormale poster og klassifisere etter drift, finans og skatt
4. Fordeling av skattekostnad på alle resultatene

Steg 1 – identifisering av fullstendig nettoresultat

Første steg er å identifisere det fullstendige nettoresultat som består av rapportert årsresultat,

annet fullstendig resultat og eventuelt «dirty surplus». «Dirty surplus» er brudd på kongruensprinsippet i regnskapsloven §4-3, om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres i resultatregnskapet eller i oppstillingen av totalresultatet, ved at de føres direkte mot egenkapitalen. Siden Europris rapporterer etter IFRS, og dermed har med annet fullstendig resultat i oppstillingen av totalresultatet, skal det i prinsippet ikke være noe «dirty surplus», men enkelte inntekter og kostnader kan likevel føres direkte mot egenkapitalen. I henhold til Europris sine årsregnskaper har det imidlertid ikke forekommet i perioden. I 2019T ble imidlertid MNOK 212,057 regnet inn som en restpost, slik at endringen i egenkapitalen skal gå opp med egenkapitalen ved årsslutt i 2019T. Det fullstendige nettoresultatet til Europris for årene i analyseperioden følger av tabellen under:

Utrekning fullstendig nettoresultat (Tall i NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Rapportert årsresultat	99 171	149 291	277 582	413 661	389 799	429 132	375 615
Annet fullstendig resultat (OCI)	0	0	0	0	0	0	0
Rapportert totalresultat (FNR)	99 171	149 291	277 582	413 661	389 799	429 132	375 615
Driftsrelatert dirty surplus (DSP)	0	0	0	0	0	0	-212 057
Finansielt dirty surplus (FSP)	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen (FNR)	99 171	149 291	277 582	413 661	389 799	429 132	163 558

Tabell 5.7 - Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen, Europris

Steg 2 – Fordeling av fullstendig nettoresultat på drift og finans

I steg to analyseres det fullstendige resultatet, og fordeles på alle kapitaler i balansen. Analysen dreier seg om å avdekke og klassifisere kildene til det fullstendige resultatet ut fra om de er driftsrelaterte eller finansielle. Hensikten er å avdekke og få innsikt i hva som er kildene til inntjeningen til Europris. Tabellene under viser fordeling av fullstendig resultat på drift og finans over analyseperioden.

Fullstendig driftsresultat før skatt (Tall i NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Driftsinntekter	3 763 458	4 304 944	4 695 592	5 090 262	5 422 530	5 827 977	6 338 961
- Driftskostnader	3 430 178	3 932 730	4 193 139	4 500 264	4 870 523	5 240 904	5 754 808
= Driftsresultat fra egen virksomhet	333 280	372 214	502 453	589 998	552 007	587 073	584 153
+ Resultat fra driftstilknyttet virksomhet	0	0	0	0	0	6 400	-4 000
- Driftsrelatert annet fullstendig resultat	0	0	0	0	0	0	0
+ Driftsrelatert dirty surplus	0	0	0	0	0	0	-212 057
= Fullstendig driftsresultat før skatt	333 280	372 214	502 453	589 998	552 007	593 473	368 096

Fullstendig finansresultat før skatt (Tall i NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Finansinntekt (FI)	3 695	7 763	13 008	4 963	4 133	6 129	3 293
- Finanskostnad (FK)	195 776	173 486	147 851	46 015	45 815	47 071	98 542
= Finansresultat før skatt (FR)	-192 081	-165 723	-134 843	-41 052	-41 682	-40 942	-95 248
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet (RD)	0	0	0	0	0	0	0
+ Finansielt annet fullstendig resultat (OCI)	0	0	0	0	0	0	0
+ Finansielt dirty surplus (FAFR)	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig finansresultat før skatt (FFR)	-192 081	-165 723	-134 843	-41 052	-41 682	-40 942	-95 248

Fordeling av skatt og resultat til EK (Tall i NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Fullstendig resultat før skatt (FRFRS)	141 199	206 491	367 610	548 946	510 325	552 531	272 848
Skattekostnad (SK)	42 028	57 200	90 028	135 285	120 526	123 399	109 290
= Resultat til egenkapitalen	99 171	149 291	277 582	413 661	389 799	429 132	163 558

Tabell 5.8 - Resultat til ulike kapitaler i balansen, Europris

Steg 3 – Identifisering av unormale poster, innen drift, finans og skatt

I steg tre skilles unormale poster ut, for å et normalresultat som er relevant for prediksjon. Normale poster er poster som er ventet å gjenta seg periode for periode, mens unormale poster er engangs eller sjeldne. Unormale poster er slik lite relevante for framskrivning. Nedskrivning av driftseiendeler, restruktureringskostnader og gevinst eller tap ved salg av driftseiendeler, er normalt å anse som unormale driftsrelaterte poster. Når det gjelder finansrelaterte poster er eksempelvis verdiendring på finansielle eiendeler og valutatap/-gevinst å anse som unormale (Knivsflå, 2019, F.4. s. 44).

I 2018 kjøpte Europris 20 prosent av aksjene i Runsvengruppen, som eier bvu-kjeden ÖoB. Dette er slik et tilknyttet selskap som er nært knyttet til Europris sin drift, og vi innregner derfor nettoresultatet fra dette tilknyttede selskapet i driftsresultatet.

Andre driftsinntekter inneholder inntekter fra franchiser, samt «andre inntekter». Hva som ligger i andre inntekter er ikke spesifisert nærmere. Imidlertid består denne posten av svært små beløp, men beløpsforskjellene er likevel betydelige fra år til år. Vi har valgt å klassifisere «andre inntekter» som unormale driftsinntekter.

Resultatlinjen «andre driftskostnader» inneholder leasingkostnader, transport- og distribusjonskostnader, samt markedsføringskostnader og andre kostnader. Det har vært en stabil utvikling i disse kostnadene sett i forhold til omsetningsveksten i perioden. Følgelig anser vi alle disse kostnadene som normale for samtlige år.

For årene 2014 og 2015 inngår urealiserte gevinster og tap på valutakontrakter i «andre finansinntekter» og «andre finanskostnader», mens realiserte gevinster og tap inngår i varekostnad. Fra og med 2016 er både urealiserte og realiserte gevinster og tap inkludert i varekostnad. Vi har vi valgt å klassifisere både realiserte og urealiserte gevinster og tap på valutakontrakter som unormale driftsposter, og har derfor skilt de ut fra varekostnaden.

Det fremkommer av note 13 at Europris avhendet driftsmidler i 2014 og 2017. Imidlertid fremkommer det ikke hva de ble solgt for. Dette gjør at vi ikke får korrigert for dette. Vi anser det likevel som mindre relevant da disse driftsmidlene var bokført til svært små beløp.

Note 10 opplyser om finansinntekter og -kostnader. Renteinntekter og -kostnader klassifiseres som normale poster. Urealiserte gevinster og tap på finansielle instrumenter har vi klassifisert som unormale poster. Urealiserte gevinster og tap på rentebytteavtaler har vi klassifisert som unormal finansinntekt/-kostnad. Urealiserte gevinster og tap som knytter seg til sikring av varelageret har vi som nevnt klassifisert som unormale driftsposter. Dette gjøres da valutaeffektene er ustabile fra år til år.

Når det gjelder nedskrivninger, ble immaterielle eiendeler nedskrevet i 2014. Dette er klassifisert som en unormal driftskostnad.

I 2015 var MNOK 30 «andre kostnader» relatert til børsnoteringen i juni 2015. Disse har vi trukket ut og klassifisert som en unormal engangshendelse. Videre var MNOK 57 av finanskostnadene i 2015 knyttet til refinansiering av gjeld. Dette har vi klassifisert som en unormal finanskostnad.

Fordeling av unormalt driftsresultat (NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
- Nedskrivninger	0	78 344	0	0	0	0	0
-IPO kostnader	0	0	30 000	0	0	0	0
-Urealiserte og realiserte tap på valutakurskontrakter	0	0	30 114	0	5 993	0	1 900
+Urealiserte og realiserte gevinster på valutakurskont	6 469	46 107	66 360	5 057	0	10 993	0
-Andre unormale DK	0	0	0	0	0	0	20 000
+Andre unormale DI	2 920	4 954	1 254	786	3 719	508	379
= Unormalt driftsresultat før skatt	9 389	-27 283	7 500	5 843	-2 274	11 501	-21 521
+ Andre driftsrelaterte resultatelementer	0	0	0	0	0	0	0
+ Driftsrelatert dirty surplus	0	0	0	0	0	0	-212 057
= Fullstendig unormalt driftsresultat før skatt	9 389	-27 283	7 500	5 843	-2 274	11 501	-233 578

Tabell 5.9 - Fordeling av unormalt driftsresultat før skatt, Europris

Fordeling av unormalt finansresultat (NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Urealiserte gevinster på rentebytteavtaler	950	0	2 394	183	0	1 656	0
Urealiserte tap på rentebytteavtaler	0	5 968	0	0	198	0	0
Andre unormale finansinntekter	621	19	4 875	101	53	1 829	0
Andre unormale finanskostnader	17 655	25 186	67 020	6 930	7 737	8 316	4 515
= Unormalt finansresultat før skatt	-16 084	-31 135	-59 751	-6 646	-7 882	-4 831	-4 515
+ Andre finansielle resultatelementer	0	0	0	0	0	0	0
+ Finansielt dirty surplus	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig unormalt finansresultat før skatt	-16 084	-31 135	-59 751	-6 646	-7 882	-4 831	-4 515

Tabell 5.10 - Fordeling av unormalt finansresultat før skatt, Europris

Steg 4 – Fordeling av skattekostnad

Det siste steget er å fordele skattekostnaden på de respektive resultatpostene. For finanskostnader brukes selskapsskattesatsen for det enkelte år. Siden det ikke er skatt på utbytte, aksjegevinster, og urealiserte gevinster og tap for selskaper i Norge (jf. fritaksmetoden), vil den effektive finansinntektsskattesatsen typisk være lavere enn selskapsskattesatsen. Den effektive skattesatsen kan beregnes når notene er tilstrekkelig detaljerte, men vi har i dette tilfellet brukt en «tommelfingerregel» fra rammeverket til Knivsflå, der finansinntektsskattesatsen settes til 2/3 av selskapsskattesatsen (Knivsflå, 2019, F4. s. 63). De samme satsene nyttes for unormalt finansresultat. Netto finansinntekt og netto finanskostnad fremkommer ved å trekke fra skatten etter overnevnte metoder.

Unormalt netto finansresultat (NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Unormalt finansresultat	-16 084	-31 135	-59 751	-6 646	-7 882	-4 831	-4 515
Skatt	3 002	5 604	10 755	1 108	1 261	741	662
Unormalt netto finansresultat	-13 082	-25 531	-48 996	-5 538	-6 621	-4 090	-3 853

Tabell 5.11 - Unormalt netto finansresultat, Europris

Resterende skattekostnad fordeles på normalt finansresultat og driftspostene. For å gjøre dette må den effektive driftsskattesatsen for hver periode beregnes ved bruk av formelen presentert i kapittel 5.3.

Driftsskattesats	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
dss	0,284	0,268	0,242	0,246	0,236	0,226	0,223
ndss	0,242	0,242	0,242	0,242	0,242	0,242	0,242
dss-ndss	0,042	0,026	0,000	0,004	-0,006	-0,016	-0,019

Tabell 5.12 – Skattesatser, Europris

Driftsskattesatsen benyttes kun på det unormale driftsresultatet for det enkelte år. For å beregne netto driftsresultat fra normal drift, beregnes og benyttes normalisert driftsskattesats (ndss), som den minst ekstreme av gjennomsnitt og median av driftsskattesatsen (dss) over analyseperioden. Vi har benyttet medianen på 24,2 prosent. For å beregne den unormale driftsskatten på det normale resultatet, benyttes differansen mellom driftsskattesatsen og den normaliserte driftsskattesatsen, (dss-ndss).

Unormalt netto driftsresultat (NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Unormalt driftsresultat før skatt	9 389	-27 283	7 500	5 843	-2 274	11 501	-21 521
- Skatt på unormalt driftsresultat	2 662	-7 318	1 815	1 440	-536	2 599	-4 795
- Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	13 476	10 495	0	2 601	-3 353	-9 217	-11 600
+ Driftsrelatert dirty surplus "kunstig"	0	0	0	0	0	0	-212 057
Unormalt netto driftsresultat	-6 749	-30 460	5 685	1 802	1 615	18 120	-217 183

Tabell 5.13 - Unormalt netto driftsresultat, Europris

Fordeling skattekostnad (NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Normal driftsskattekostnad	78 369	96 663	119 760	141 343	134 115	139 267	146 550
+ Skatt på finansinntekt	396	1 394	1 033	780	653	405	483
- Skatt på finanskostnad	49 874	38 430	21 824	9 771	9 091	8 914	20 686
+ Skatt på unormalt driftsresultat	2 662	-7 318	1 815	1 440	-536	2 599	-4 795
+ Unormal skatt på normal drift	13 476	10 495	0	2 601	-3 353	-9 217	-11 600
+ Skatt på unormalt finansresultat	-3 002	-5 604	-10 755	-1 108	-1 261	-741	-662
+ Unormal skatt (USK)	0	0	0	0	0	0	0
= Rapportert skattekostnad	42 028	57 200	90 028	135 285	120 526	123 399	109 290

Tabell 5.14 - Fordeling av skattekostnad, Europris

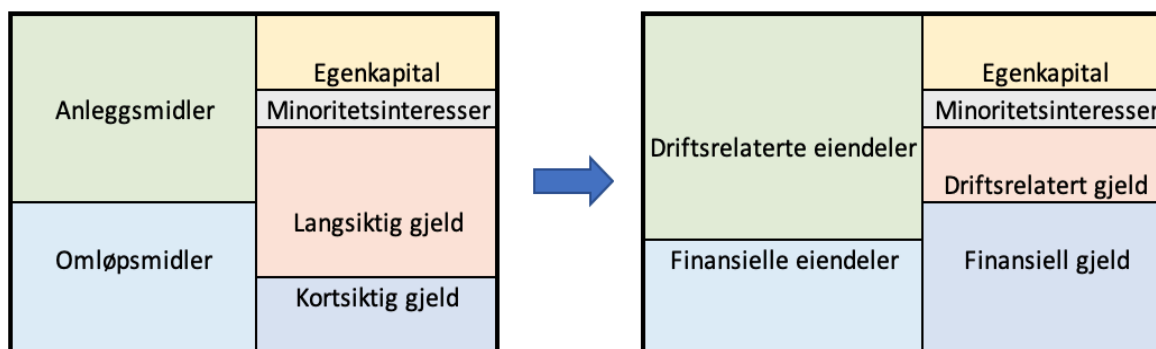
Under følger de omgrupperte resultatregnskapene for Europris:

Omgruppert resultatregnskap (Tall i NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Driftsinntekter	3 754 069	4 253 883	4 627 978	5 084 419	5 418 811	5 816 476	6 338 583
Varekostnad uten valutaeffekter	2 154 126	2 433 493	2 635 697	2 908 087	3 112 352	3 309 289	3 618 750
Personalkostnader	495 193	616 314	702 336	752 498	826 847	898 504	991 505
Avskrivninger	133 093	126 207	71 061	75 089	82 690	90 743	512 409
Andre driftskostnader	647 766	678 372	723 931	764 590	842 641	942 368	610 244
Driftsresultat fra egen virksomhet	323 891	399 497	494 953	584 155	554 281	575 572	605 674
Driftsrelatert skattekostnad	78 369	96 663	119 760	141 343	134 115	139 267	146 550
Netto driftsresultat i egen virksomhet	245 522	302 834	375 193	442 812	420 166	436 305	459 124
Netto driftsresultat fra driftstilknytte virksomheter						6 400	-4 000
Netto driftsresultat	245 522	302 834	375 193	442 812	420 166	442 705	455 124
Netto finansinntekt	1 728	6 350	4 706	3 899	3 427	2 239	2 810
Nettoresultat til sysselsatt kapital	247 249	309 184	379 899	446 711	423 593	444 944	457 935
Netto finanskostnad	128 247	103 902	59 007	29 314	28 789	29 841	73 341
Nettoresultat til egenkapital	119 002	205 282	320 893	417 397	394 804	415 103	384 594
Unormalt netto driftsresultat	-6 749	-30 460	5 685	1 802	1 615	18 120	-217 183
Unormalt netto finansresultat	-13 082	-25 531	-48 996	-5 538	-6 621	-4 090	-3 853
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	99 171	149 291	277 582	413 661	389 799	429 132	163 558
Netto betalt utbytte	0	0	-46 283	233 756	333 938	404 437	301 692
Endring i egenkapital	99 171	149 291	323 865	179 905	55 861	24 695	-138 134

Tabell 5.15 - Omgruppert resultatregnskap, Europris

5.4.2 Omgruppering av balansen

Som for resultatregnskapet, er også balansen etter IFRS kreditororientert, ved at fokuset i totalbalansen er på likviditet og soliditet. Investorer vil ønske en balanse som gir et skarpt skille mellom operasjonelle og finansielle eiendeler og gjeld. Dette er fordi verdiskapingen i virksomheten skjer gjennom en virksomhets operasjonelle drift (Penman, 2010, s. 290-291). Følgelig vil vi omgruppere eiendelene og gjelden balansen i driftsrelaterte- og finansielle eiendeler og gjeld.



Figur 5.2 - Omgruppering av balansen

Driftsrelaterte eiendeler er eiendeler som inngår i driftssyklusen, mens finansielle eiendeler er pengeplasseringer. Investeringer i tilknyttet virksomhet anses som driftsrelatert i konsistens med resultat fra tilknyttet virksomhet i resultatregnskapet. Generelt er det slik at eiendeler og gjeld skal grupperes på samme måte som inntektene og kostnadene knyttet til eiendelen eller gjelden, er gruppert i resultatregnskapet (Petersen mfl., 2017, s. 114).

I 2013 hadde Europris avsatt utbytte i balansen. Dette har vi omgruppert ved å føre det avsatte utbyttet tilbake mot egenkapitalen.

Europris har en næringstomt i balansen fra og med 2017. Tomten ligger like ved siden av det nye sentrallageret i Moss. Vi anser denne tomten for å være driftsrelatert.

Derivater som knytter seg til valutakontrakter har vi klassifisert som driftseiendeler på tilsvarende måte som vi har klassifisert realiserte og urealiserte gevinster og tap på valutakontrakter som driftsinntekter/kostnader. Dette er gjort fordi derivatet blir nyttet til å sikre varelageret som er en driftsposisjon, og dermed betraktes som driftsrelatert. Derivater som derimot er rentebytteavtaler har vi klassifisert som finansielle eiendeler. Dette er også konsistent med klassifiseringen av tilhørende realiserte og urealiserte gevinster og tap knyttet til instrumentene i resultatregnskapet.

Rentebærende gjeld er klassifisert som finansiell gjeld på samme vis som rentekostnad er klassifisert som finansiell resultatpost. Kontanter og kontantekvivalenter klassifiseres som finansielle eiendeler, da renteinntektene på kapitalen er klassifisert som finansiell. Dette er likevel en forenkling ettersom Europris vil ha behov for en viss mengde kontanter i den daglige driften. Petersen mfl. (2017) argumenterer imidlertid for at det kan være en fornuftig

avgrensning å behandle alle kontanter og kontantekvivalenter som finansielle eiendeler, dersom utviklingen i disse eiendelene er stabil (Petersen mfl. 2017, s. 118). Dette samsvarer med argumentasjonen til Penman (Penman, 2010, s. 293). Dette mener vi er tilfellet for Europris. At Europris har betalt ut store utbytter de siste fire årene trekker også i retning av at det meste er å anse som finansielle eiendeler.

Den omgrupperte balansen følger av tabellen under:

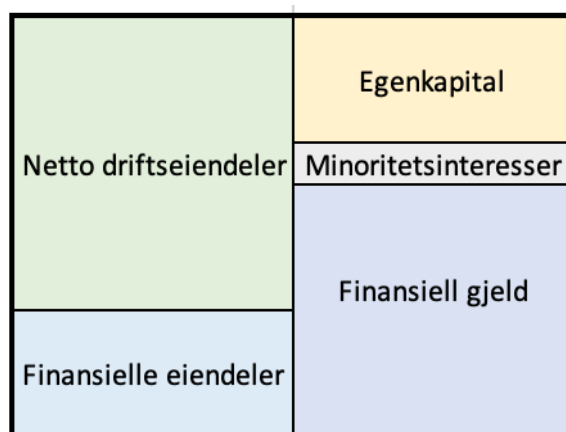
Omgruppert balanse (Tall i NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Programvare	39 200	32 393	40 744	39 929	42 617	47 167	44 802
Varemerker	387 573	387 573	387 573	387 573	387 573	387 573	387 573
Kontraktuelle eiendeler	141 019	0	0	0	0	0	0
Goodwill	1 557 393	1 579 928	1 582 487	1 589 402	1 599 106	1 605 947	1 610 895
Land	0	0	0	0	20 481	23 739	24 966
Inventar	147 381	185 784	225 178	246 377	252 059	238 324	277 085
Leieeiendel	0	0	0	0	0	0	2 336 352
Investeringer i tilknyttede selskap	0	0	0	0	0	142 268	139 591
Andre fordringer	1941	1638	1977	1808	24008	24073	24295
Driftsrelaterte anleggsmidler	2 274 507	2 187 316	2 237 959	2 265 089	2 325 844	2 469 091	4 845 559
Varelager	830 891	984 336	1 109 189	1 324 103	1 368 361	1 573 233	1 823 390
Kundefordringer	200 071	229 550	239 627	203 346	207 755	185 712	129 635
Andre fordringer	65 842	106 682	56 877	59 089	61 343	87 893	77 043
Derivater	0	0	0	7 450	2 243	13 829	10 569
Driftsrelaterte omløpsmidler	1 096 804	1 320 568	1 405 693	1 593 988	1 639 702	1 860 667	2 040 637
Driftseiendeler	3 371 311	3 507 884	3 643 652	3 859 077	3 965 546	4 329 758	6 886 196
Andre fordringer	19 125	14 625	2 862	0	0	0	0
Andre investeringer	685	370	372	375	374	374	0
Derivater	0	0	0	51	794	237	1 096
Finansielle anleggsmidler	19 810	14 995	3 234	426	1 168	611	1 096
Kontanter og kontantekvivalenter	292 659	245 017	447 115	576 964	581 664	426 968	27 225
Finansielle omløpsmidler	292 659	245 017	447 115	576 964	581 664	426 968	27 225
Finansielle eiendeler	312 469	260 012	450 349	577 390	582 832	427 579	28 321
Eiendeler	3 683 780	3 767 896	4 094 001	4 436 467	4 548 378	4 757 337	6 914 517
Egenkapital	1 055 311	1 204 602	1 528 467	1 708 372	1 764 233	1 788 928	1 650 794
Pensjonsforpliktelser	309	55	0	0	0	0	0
Utsatt skattgjeld	110 300	72 762	57 921	45 575	48 250	45 146	90 452
Langsiktig driftsrelatert gjeld	110 609	72 817	57 921	45 575	48 250	45 146	90 452
Leverandørgjeld	396 464	481 507	444 888	555 651	580 794	553 643	628 196
Betalbar skatt	54 091	99 525	107 985	145 446	116 767	124 140	12 202
Skyldige offentlige avgifter	99 554	112 670	127 154	149 167	205 279	251 540	192 664
Annen kortsiktig gjeld	116 319	162 857	174 935	183 849	179 563	344 512	335 548
Derivater	0	0	0	261	2 712	0	0
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	666 428	856 559	854 962	1 034 374	1 085 115	1 273 835	1 168 610
Driftsrelatert gjeld	777 037	929 376	912 883	1 079 949	1 133 365	1 318 981	1 259 062
Langsiktige lån	1 698 225	1 481 445	1 648 385	1 646 874	1 648 567	1 649 428	13 406
Leieforpliktelse	0	0	0	0	0	0	1 947 852
Annen langsiktig gjeld	34 107	41 873	4 266	0	0	0	0
Derivater	0	0	0	1 272	2 213	0	0
Langsiktig finansiell gjeld	1 732 332	1 523 318	1 652 651	1 648 146	1 650 780	1 649 428	1 961 258
Kortsiktige lån	119 000	110 500	0	0	0	0	1 644 766
Kortsiktig leieforpliktelse	0	0	0	0	0	0	398 637
Kortsiktig gjeld til morselskap	100	100	0	0	0	0	0
Kortsiktig finansiell gjeld	119 100	110 600	0	0	0	0	2 043 403
Finansiell gjeld	1 851 432	1 633 918	1 652 651	1 648 146	1 650 780	1 649 428	4 004 661
TOTALKAPITAL	3 683 780	3 767 896	4 094 001	4 436 467	4 548 378	4 757 337	6 914 517

Tabell 5.16 - Omgruppert balanse, Europris

Totalbalanse (Alle tall i NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Driftsrelaterte anleggsmidler	2 274 507	2 187 316	2 237 959	2 265 089	2 325 844	2 469 091	4 845 559
Driftsrelaterte omløpsmidler	1 096 804	1 320 568	1 405 693	1 593 988	1 639 702	1 860 667	2 040 637
Driftseiendeler	3 371 311	3 507 884	3 643 652	3 859 077	3 965 546	4 329 758	6 886 196
Finansielle anleggsmidler	19 810	14 995	3 234	426	1 168	611	1 096
Finansielle omløpsmidler	292 659	245 017	447 115	576 964	581 664	426 968	272 25
Finansielle eiendeler	312 469	260 012	450 349	577 390	582 832	427 579	28 321
EIENDELER	3 683 780	3 767 896	4 094 001	4 436 467	4 548 378	4 757 337	6 914 517
Egenkapital	1 055 311	1 204 602	1 528 467	1 708 372	1 764 233	1 788 928	1 650 794
Langsiktig driftsrelatert gjeld	110 609	72 817	57 921	45 575	48 250	45 146	90 452
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	666 428	856 559	854 962	1 034 374	1 085 115	1 273 835	1 168 610
Driftsrelatert gjeld	777 037	929 376	912 883	1 079 949	1 133 365	1 318 981	1 259 062
Langsiktig finansiell gjeld	1 732 332	1 523 318	1 652 651	1 648 146	1 650 780	1 649 428	1 961 258
Kortsiktig finansiell gjeld	119 100	110 600	0	0	0	0	2 043 403
Finansiell gjeld	1 851 432	1 633 918	1 652 651	1 648 146	1 650 780	1 649 428	4 004 661
Totalkapital	3 683 780	3 767 896	4 094 001	4 436 467	4 548 378	4 757 337	6 914 517

Tabell 5.17 - Omgruppert totalbalanse, Europris

Sysselsatt kapital



Figur 5.3 - Omgruppering til sysselsatt kapital

Ved å omgruppere balansen er formålet å avdekke avkastningen på investert kapital. Av den grunn omgrupperes balansen ytterligere, slik at vi finner sysselsatt kapital. Sysselsatt kapital er kapitalen som er sysselsatt av eierne og finansielle kreditorer. Sysselsatt kapital vil være sammenfallende med sysselsatte eiendeler, ettersom aktiva- og passivasiden må balansere. Sysselsatte eiendeler består av netto driftsrelaterte anlegg- og omløpsmidler, samt finansielle eiendeler. Tabellene under illustrerer fremgangsmåten og resultatene:

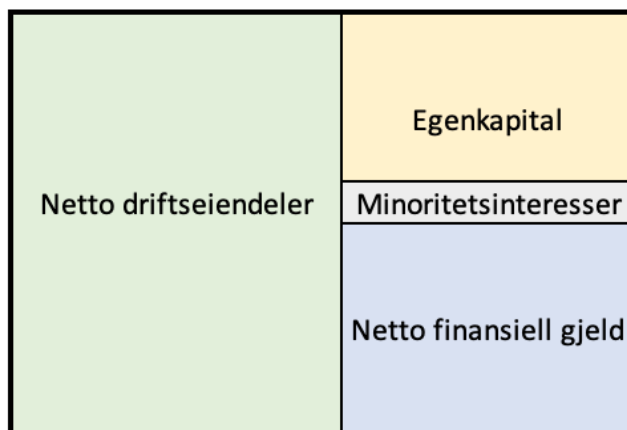
Driftseiendeler (tall i NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Driftsrelaterte anleggsmidler	2 274 507	2 187 316	2 237 959	2 265 089	2 325 844	2 469 091	4 845 559
Langsiktig driftsrelatert gjeld	110 609	72 817	57 921	45 575	48 250	45 146	90 452
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	2 163 898	2 114 499	2 180 038	2 219 514	2 277 594	2 423 945	4 755 107
Driftsrelaterte omløpsmidler	1 096 804	1 320 568	1 405 693	1 593 988	1 639 702	1 860 667	2 040 637
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	666 428	856 559	854 962	1 034 374	1 085 115	1 273 835	1 168 610
Driftsrelatert arbeidskapital	430 376	464 009	550 731	559 614	554 587	586 832	872 027

Tabell 5.18 – Netto driftsrelaterte anleggsmidler, og driftsrelatert arbeidskapital, Europris

Sysselsatt kapital (tall i NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	2 163 898	2 114 499	2 180 038	2 219 514	2 277 594	2 423 945	4 755 107
Driftsrelatert arbeidskapital	430 376	464 009	550 731	559 614	554 587	586 832	872 027
Netto driftseideler	2 594 274	2 578 508	2 730 769	2 779 128	2 832 181	3 010 777	5 627 134
Finansielle eiendeler	312 469	260 012	450 349	577 390	582 832	427 579	28 321
Sysselsatte eiendeler	2 906 743	2 838 520	3 181 118	3 356 518	3 415 013	3 438 356	5 655 455
Egenkapital	1 055 311	1 204 602	1 528 467	1 708 372	1 764 233	1 788 928	1 650 794
Finansiell gjeld	1 851 432	1 633 918	1 652 651	1 648 146	1 650 780	1 649 428	4 004 661
Sysselsatt kapital	2 906 743	2 838 520	3 181 118	3 356 518	3 415 013	3 438 356	5 655 455

Tabell 5.19 - Sysselsatt kapital, Europris

Netto driftskapital



Figur 5.4 - Omgruppering til netto driftskapital

Det siste som gjøres er å trekke de finansielle eiendelene fra den finansielle gjelden, for å finne den kapitalen som er investert i selve driften. Dette gjøres ved å først beregne netto finansiell gjeld, for så å trekke den fra egenkapitalen. Forskjellen mellom sysselsatt kapital og netto driftskapital er at netto driftskapital kun inneholder netto driftseideler, mens sysselsatt kapital også inneholder investeringer i finansielle eiendeler.

Netto finansiell gjeld (tall i NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Finansiell gjeld	1 851 432	1 633 918	1 652 651	1 648 146	1 650 780	1 649 428	4 004 661
Finansielle eiendeler	312 469	260 012	450 349	577 390	582 832	427 579	28 321
Netto finansiell gjeld	1 538 963	1 373 906	1 202 302	1 070 756	1 067 948	1 221 849	3 976 340

Tabell 5.20 - Netto finansiell gjeld, Europris

Netto driftskapital (tall i NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	2 163 898	2 114 499	2 180 038	2 219 514	2 277 594	2 423 945	4 755 107
Driftsrelatert arbeidskapital	430 376	464 009	550 731	559 614	554 587	586 832	872 027
Netto driftseideler	2 594 274	2 578 508	2 730 769	2 779 128	2 832 181	3 010 777	5 627 134
Egenkapital	1 055 311	1 204 602	1 528 467	1 708 372	1 764 233	1 788 928	1 650 794
Netto finansiell gjeld	1 538 963	1 373 906	1 202 302	1 070 756	1 067 948	1 221 849	3 976 340
Netto driftskapital	2 594 274	2 578 508	2 730 769	2 779 128	2 832 181	3 010 777	5 627 134

Tabell 5.21 - Netto driftskapital, Europris

5.4.3 Omgruppering av kontantstrøm

Kontantstrømoppstillingen etter IFRS fokuserer på likviditet, og er mest kreditororientert. For å gjøre den mer investororientert benyttes de omgrupperte tallene i resultatregnskapet og balanseoppstillingen til å sette opp kontantstrømmen slik at vi får fram fri kontantstrøm til egenkapitalen.

Omgruppert kontantstrøm (NOK 1000)	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Netto driftsresultat	302 834	375 193	442 812	420 166	442 705	455 124
+ Unormalt netto driftsresultat	-30 460	5 685	1 802	1 615	18 120	-217 183
- Endring i netto driftseiendeler	-15 766	152 261	48 359	53 053	178 596	2 616 357
= Fri kontantstrøm fra drift	288 140	228 617	396 255	368 728	282 229	-2 378 416
+ Netto finansinntekt	6 350	4 706	3 899	3 427	2 239	2 810
+ Unormalt netto finansresultat	-25 531	-48 996	-5 538	-6 621	-4 090	-3 853
- Endring i finansielle eiendeler	-52 457	190 337	127 041	5 442	-155 253	-399 258
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	321 416	-6 009	267 575	360 093	435 630	-1 980 200
- Netto finanskostnad	103 902	59 007	29 314	28 789	29 841	73 341
+ Endring i finansiell gjeld	-217 514	18 733	-4 505	2 634	-1 352	2 355 233
= Fri kontantstrøm til egenkapital	0	-46 283	233 756	333 938	404 437	301 692

Tabell 5.22 - Omgruppert kontantstrømoppstilling, Europris

5.5 Målefeil

Målefeil oppstår når en virksomhets rapporterte regnskapstall ikke synliggjør «virkelige» økonomiske forhold (Knivsflå, 2019, F.7, s. 8). Dette gir oppgav til at rentabilitet beregnet på rapporterte regnskapstall avviker fra virkelig rentabilitet. Det generelle uttrykket for målefeil er:

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

Det generelle uttrykket kan videre dekomponeres i tre typer målefeil:

$$\text{Målefeil} = \underbrace{(ekr^* - ekk)}_{\text{Målefeil Type 1}} + \underbrace{(ekr_{GRS} - ekr^*)}_{\text{Målefeil Type 2}} + \underbrace{(ekr - ekr_{GRS})}_{\text{Målefeil Type 3}}$$

Figur 5.5 - Tre typer målefeil

MF1 – Målefeil av type 1 oppstår som følge av avvik mellom «god rentabilitetsmåling» (ekr*), og den normaliserte børsavkastningen (ekk). Denne målefeilen er et mål på strategisk fordel og er slik en ønsket målefeil. Følgelig justeres det ikke for målefeil av type 1.

MF 2 – Målefeil av type 2 oppstår når egenkapitalrentabilitet målt etter gjeldende regnskapsregler avviker fra egenkapitalrentabilitet med «god» måling (Knivsflå, 2019, F.7, s. 43). Manglende balanseføring er ofte hovedkilden til målefeil av type 2. Dette gjør at kapitalen blir undervurdert, og rentabiliteten overvurdert. For verdsettelsesformål er vi ute etter å måle rentabilitet på faktisk investert kapital, og det er derfor ønskelig å justere for manglende balanseføring.

Etter IFRS er en eiendel definert som en ressurs som kontrolleres av et selskap som resultat av en tidligere hendelse, og som fremtidige økonomiske fordeler forventes å tilflyte selskapet fra (IAS 16). Dette gjør at mange immaterielle eiendeler ikke blir aktivert i balansen. Eksempelvis er det ikke anledning til å balanseføre utgifter pådratt ved forskning (IAS 38). Dette skyldes at forskning er på et stadium før man er i stand til å synliggjøre kommersiell suksess, og før det kan sannsynliggjøres at forskningen vil føre til fremtidige økonomiske fordeler for selskapet. Det er heller ikke anledning til å balanseføre markedsføringskostnader. Årsaken til at mange immaterielle eiendeler ikke kan aktiveres etter IFRS, er at de er for usikre til å være relevante for kreditor (IAS 38). Likevel skaper forskning og andre immaterielle eiendeler som ikke kan balanseføres etter IFRS-rammeverket i gjennomsnitt verdier. Dermed kan det argumenteres for at direkte kostnadsføring leder til at rentabiliteten på den investerte kapitalen overvurderes, som følge av at den investerte kapitalen undervurderes. Dette gir opphav til målefeil ved at rapportert rentabilitet blir forskjellig fra virkelig rentabilitet på den faktiske investerte kapitalen. For å gjøre regnskapstallene mer investororienterte bør derfor regnskapstall ofte justeres ved en verdivurdering. På den annen side kan det argumenteres for at justeringer vil føre til mer støy i tallene, som følge av at eksterne analytikere sitter på mindre informasjon om virksomheten enn virksomheten selv.

MF 3 – Målefeil av type 3 oppstår når rapportert egenkapitalrentabilitet (ekr) avviker fra egenkapitalrentabilitet etter regnskapsreglene (ek_{IFRS}) (Knivsflå, 2019, F. 7, s. 72). Dette kan skyldes utilsiktede feil, men og tilsiktede feil som skriver seg fra kreativ regnskapsføring. Årsregnskapene til Europris er reviderte, og det må derfor kunne antas at vesentlige målefeil av type tre ikke er tilstede i regnskapstallene.

5.5.1 Analyse av målefeil og justering

Årsregnskapene til Europris er reviderte, og det forutsettes derfor at vesentlige målefeil av type tre ikke er tilstede i regnskapstallene. Følgelig vil vi kun analysere og justere for målefeil av type 2. For Europris er det manglende balanseføring av operasjonelle leieavtaler som fremstår som mest relevant å justere for. Markedsføring har vi valgt å ikke justere for, da notene til de komparative selskapene ikke gir tilstrekkelige opplysninger.

Operasjonell leie

Tidligere har det vært et skille mellom operasjonelle leieavtaler og finansielle leieavtaler etter IAS 17. Etter standarden skulle leieavtaler der de vesentligste risikoer knyttet til eierskapet overførtes til leietaker, håndteres som finansiell leieavtale. Det innebærer at en leieeiendel og en tilsvarende leieforpliktelse innregnes i balansen. I motsatt tilfelle skulle leieavtalen håndteres som en operasjonell leieavtale, som innebærer at den årlige leiebetalingen direkte kostnadsføres. Om en leieavtale klassifiseres som operasjonell eller finansiell, har imidlertid i noen grad vært basert på subjektive vurderinger. Dette er en sentral årsak til at en ny standard har blitt utarbeidet. Den nye standarden, IFRS 16, ble innført i 2019. Etter standarden skal i utgangspunktet alle leieavtaler håndteres som finansielle leieavtaler. Europris har fått en tyngre balanse i 2019, som følge av den nye standarden. Både for å gjøre årene i analyseperioden sammenlignbare, og for å kunne måle rentabilitet på faktisk investert kapital, justeres det for leieavtalene som har vært håndtert som operasjonelle leieavtaler øvrige år i analyseperioden.

Europris har operasjonelle leieavtaler av inventar, kontorer, butikker og varehus. Leieavtalene løper i tidsintervallet 1 til 15 år. Ettersom vi kjenner inngående leierett og leieforpliktelser for Europris og Clas Ohlson i 2019, velger vi å nytte denne for samtlige år i analyseperioden. Vi forutsetter slik at leiekostnadene er i tilnærmet «steady state». I regnskapet til Europris og Clas Ohlson er det imidlertid bruttorapportert, og vi har regnet om slik at vi får det nettorapportert. For Rusta og Jula har vi balanseført de operasjonelle leieavtalene ved å beregne en gjennomsnittlig leiekapital for perioden, ved å multiplisere gjennomsnittlige leieutgifter med en kapitaliseringsfaktor som beregnes ut fra den gjennomsnittlige renten og leieperioden.

Renten for det enkelte år er beregnet ved å dele finanskostnad på finansiell gjeld IB. For 2019T kjenner vi renteelementet i den finansielle leasingen for Q1-Q3, (MNOK 34,3), og har multiplisert dette med 4/3, hvilket gir oss MNOK 45,73 som et beste estimat på renteelementet i finansiell leie for 2019T for Europris.

Tall i NOK (1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Finanskostnad	178 121	142 332	80 831	39 085	37 880	38 755
Finansiell gjeld IB	2 008 357	1 851 432	1 633 918	1 652 651	1 648 146	1 650 780
Rente	0,089	0,077	0,049	0,024	0,023	0,023

Tabell 5.23 - Renteberegning finansiell gjeld, Europris

Tabellene under viser effekten av justering for operasjonell leie på Europris sine resultatregnskap og balanser. Tallene for 2019T i tabellene under viser imidlertid ikke den faktiske justeringen, ettersom Europris har ført leien som finansiell leie i 2019T. Vi har likevel tatt med 2019 i tabellene under, for å illustrere hvordan Europris sine regnskapstall ville blitt påvirket ved justering etter denne fremgangsmåten, dersom selskapet hadde ført leieavtalene som operasjonell leie i 2019.

(Tall i NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Inngående leierett/leiekraft	2 336 352	2 336 352	2 336 352	2 336 352	2 336 352	2 336 352	2 336 352
Leieutgift	272 000	307 828	349 448	392 438	452 541	489 232	438 933
Rentekostnad	-207 211	-179 611	-115 581	-55 254	-53 697	-54 850	-45 733
Avskrivning/avdrag	-64 789	-128 217	-233 867	-337 184	-398 844	-434 382	-393 200
Utgående leierett/leiekraft	2 336 352	2 336 352	2 336 352	2 336 352	2 336 352	2 336 352	2 336 352

Tabell 5.24 - Endring i leie, Europris

Balansen (Tall i NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Driftseiendeler	2 336 352	2 336 352	2 336 352	2 336 352	2 336 352	2 336 352	2 336 352
- Utsatt skatt	570 510	570 510	570 510	570 510	570 510	570 510	570 510
Netto driftseiendeler	1 765 842	1 765 842	1 765 842	1 765 842	1 765 842	1 765 842	1 765 842
Kortsiktig netto finansiell gjeld	48 968	96 908	176 760	254 847	301 451	328 311	297 185
Langsiktig netto finansiell gjeld	1 716 874	1 668 934	1 589 083	1 510 995	1 464 392	1 437 531	1 468 657
Netto finansiell gjeld	1 765 842	1 765 842	1 765 842	1 765 842	1 765 842	1 765 842	1 765 842

Resultatet (Tall i NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Netto driftsresultat	207 211	179 611	115 581	55 254	53 697	54 850	45 733
- Utsatt skatt	50 598	43 859	28 223	13 492	13 112	13 394	11 168
Fullstendig netto driftsresultat	156 612	135 752	87 357	41 762	40 585	41 456	34 566
- Netto finanskostnad	156 612	135 752	87 357	41 762	40 585	41 456	34 566
Fullstendig nettoresultat til EK	0	0	0	0	0	0	0

Forklaring	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Tilbakeføring av leie	272 000	307 828	349 448	392 438	452 541	489 232	438 933
- Avskrivning på leigeretten	64 789	128 217	233 867	337 184	398 844	434 382	393 200
- Endring i utsett skatt	50 598	43 859	28 223	13 492	13 112	13 394	11 168
= Verknad på netto driftsresultat i eiga verksemd	156 612	135 752	87 357	41 762	40 585	41 456	34 566
- Rentekostnad på leiekraftet	207 211	179 611	115 581	55 254	53 697	54 850	45 733
+ Endring i utsett skatt	50 598	43 859	28 223	13 492	13 112	13 394	11 168
= Verknad på nettoresultat til egenkapital	0	0	0	0	0	0	0

Tabell 5.25 - Effekter av kapitalisering, Europris

Manglende konsolidering av franchiser

Europris har i hele analyseperioden hatt franchisebutikker. Franchisedrift er eksplisitt regulert i IFRS 10, og standarden krever at Europris må *kontrollere* franchisene, for å konsolidere regnskapstallene til franchisetakerne inn i konsernregnskapet. Europris kontrollerer merkevaren og Europris-konseptet, men dette er ikke tilstrekkelig for å oppfylle kravene til kontroll etter IFRS 10. Dette skyldes mellom annet at det først og fremst er franchisetakeren som besitter beslutningsmyndigheten til å påvirke avkastningen som franchisebutikken genererer.

Konsekvensen av manglende konsolidering er mellom annet at driftsinntektene og lønnskostnadene *undervurderes*. Dette kan slik anses som en målefeil, og skulle ideelt sett vært justert for. Europris opplyser ikke hva totalresultatet inklusive franchiseomsetningen er, eller hvordan driftskostnadene ville vært ved konsolidering. For å justere for dette forholdet, må vi følgelig gå gjennom hvert enkelt regnskap til franchisetakerne for alle årene i analyseperioden. Dette vil være svært tidkrevende, og vil ikke bli gjort i denne utredningen. Forholdet vil dermed ha påvirkning på nøkkeltall som beregnes senere i oppgaven, men dette vil tas hensyn til i analysene som gjennomføres.

Franchisetakeren vil foreta sine varekjøp fra Europris-konsernet. Dette vil dermed representere en inntekt for Europris, og en tilsvarende varekostnad for franchisetakeren. Ved en konsolidering vil følgelig denne effekten bli *eliminert*. Det samme er tilfellet for franchiseavgiften som utgjør en kostnad for franchisetakeren, og en tilsvarende inntekt for Europris-konsernet.

Imidlertid ville spesielt *lønnskostnadene*, men også *driftskostnadene* vært høyere for Europris-konsernet dersom franchisebutikkene hadde vært konsolidert inn i konsernregnskapet. I noen tilfeller vil franchisegiver sitte på leieavtalen på lokalene der franchisetaker drifter franchisegivers konsept. Det vil ofte være vanlig at franchisegiver inngår leieretten og fremleier til franchisetaker, dersom franchisegiver anser det for å være viktig å ha råderetten til en attraktiv lokasjon. I andre tilfeller vil franchisetaker selv sitte på leieavtalen. Europris opplyser ikke på sine nettsider, eller i sine årsrapporter om innholdet i deres franchiseavtaler. Dersom Europris ikke sitter på leieavtalene av lokalene som franchisetakerne drifter, vil dette medføre at driftskostnadene til Europris ville vært høyere dersom franchisebutikkene hadde vært konsolidert inn i konsernregnskapet.

Forholdene drøftet over innebærer at Europris sin netto driftsmargin vil bli overvurdert, og vil påvirke en eventuell ressursfordel og de underliggende kildene. Dette vil diskuteres nærmere under common-size-analyse i delkapittel 8.2.2. Videre i utredningen vil de diskuterte effektene tas hensyn til, og diskuteres der vi anser forholdet for å kunne ha vesentlig betydning.

5.5.2 Presentasjon av omgrupperte og justerte tall for Europris

Det omgrupperte og justerte regnskapet til Europris som vil nyttes videre i utredningen følger under:

Omgruppert og justert resultatregnskap (NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Driftsinntekter	3 754 069	4 253 883	4 627 978	5 084 419	5 418 811	5 816 476	6 338 583
Driftskostnader	3 222 967	3 674 775	4 017 444	4 445 010	4 810 833	5 186 054	5 732 908
Driftsresultat fra egen virksomhet	531 102	579 108	610 534	639 409	607 978	630 422	605 674
Driftsrelatert skattekostnad	128 968	140 522	147 983	154 836	147 227	152 660	146 550
Netto driftsresultat i egen virksomhet	402 134	438 586	462 551	484 574	460 751	477 762	459 124
Netto driftsresultat fra driftstilknytte virksomheter	0	0	0	0	0	6 400	-4 000
Netto driftsresultat	402 134	438 586	462 551	484 574	460 751	484 162	455 124
Netto finansinntekt	1 728	6 350	4 706	3 899	3 427	2 239	2 810
Nettoresultat til sysselsatt kapital	403 862	444 936	467 257	488 473	464 178	486 400	457 935
Netto finanskostnad	284 860	239 655	146 364	71 076	69 374	71 298	73 341
Nettoresultat til egenkapital	119 002	205 282	320 893	417 397	394 804	415 103	384 594
Unormalt netto driftsresultat	-6 749	-30 460	5 685	1 802	1 615	18 120	-217 183
Unormalt netto finansresultat	-13 082	-25 531	-48 996	-5 538	-6 621	-4 090	-3 853
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	99 171	149 291	277 582	413 661	389 799	429 132	163 558
Netto betalt utbytte	0	0	-46 283	233 756	333 938	404 437	301 692
Endring i egenkapital	99 171	149 291	323 865	179 905	55 861	24 695	-138 134

Tabell 5.26 - Omgruppert og justert resultatregnskap, Europris

Omgruppert totalbalanse etter justering	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Driftsrelaterte anleggsmidler	4 610 859	4 523 668	4 574 311	4 601 441	4 662 196	4 805 443	4 845 559
Driftsrelaterte omløpsmidler	1 096 804	1 320 568	1 405 693	1 593 988	1 639 702	1 860 667	2 040 637
Driftseiendeler	5 707 663	5 844 236	5 980 004	6 195 429	6 301 898	6 666 110	6 886 196
Finansielle anleggsmidler	19 810	14 995	3 234	426	1 168	611	1 096
Finansielle omløpsmidler	292 659	245 017	447 115	576 964	581 664	426 968	27 225
Finansielle eiendeler	312 469	260 012	450 349	577 390	582 832	427 579	28 321
EIENDELER	6 020 132	6 104 248	6 430 353	6 772 819	6 884 730	7 093 689	6 914 517
Egenkapital	1 055 311	1 204 602	1 528 467	1 708 372	1 764 233	1 788 928	1 650 794
Langsiktig driftsrelatert gjeld	681 119	643 327	628 431	616 085	618 760	615 656	660 962
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	666 428	856 559	854 962	1 034 374	1 085 115	1 273 835	1 168 610
Driftsrelatert gjeld	1 347 547	1 499 886	1 483 393	1 650 459	1 703 875	1 889 491	1 829 572
Langsiktig finansiell gjeld	3 449 206	3 192 252	3 241 734	3 159 141	3 115 172	3 086 959	1 492 200
Kortsiktig finansiell gjeld	168 068	207 508	176 760	254 847	301 451	328 311	1 941 951
Finansiell gjeld	3 617 274	3 399 760	3 418 493	3 413 988	3 416 622	3 415 270	3 434 151
TOTALKAPITAL	6 020 132	6 104 248	6 430 353	6 772 819	6 884 730	7 093 689	6 914 517

Tabell 5.27 - Omgruppert og justert balanseoppstilling, Europris (NOK 1000)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3 929 740	3 880 341	3 945 880	3 985 356	4 043 436	4 189 787	4 184 597
Driftsrelatert arbeidskapital	430 376	464 009	550 731	559 614	554 587	586 832	872 027
Netto driftseigedeler	4 360 116	4 344 350	4 496 611	4 544 970	4 598 023	4 776 619	5 056 624
Finansielle eiendeler	312 469	260 012	450 349	577 390	582 832	427 579	28 321
Sysselsatte eiendeler	4 672 585	4 604 362	4 946 960	5 122 360	5 180 855	5 204 198	5 084 945
Egenkapital	1 055 311	1 204 602	1 528 467	1 708 372	1 764 233	1 788 928	1 650 794
Finansiell gjeld	3 617 274	3 399 760	3 418 493	3 413 988	3 416 622	3 415 270	3 434 151
Sysselsatt kapital	4 672 585	4 604 362	4 946 960	5 122 360	5 180 855	5 204 198	5 084 945

Tabell 5.28 - Omgruppert og justert sysselsatt kapital, Europris (NOK 1000)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Netto driftseiendeler	4 360 116	4 344 350	4 496 611	4 544 970	4 598 023	4 776 619	5 056 624
Egenkapital	1 055 311	1 204 602	1 528 467	1 708 372	1 764 233	1 788 928	1 650 794
Netto finansiell gjeld	3 304 805	3 139 748	2 968 144	2 836 598	2 833 790	2 987 691	3 405 830
Netto driftskapital	4 360 116	4 344 350	4 496 611	4 544 970	4 598 023	4 776 619	5 056 624

Tabell 5.29 - Omgruppert og justert netto driftskapital, Europris (NOK 1000)

Endringer i egenkapital	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Egenkapital 01.01	956 140	1 055 311	1 204 602	1 528 467	1 708 372	1 764 233	1 788 928
Fullstendig nettoresultat	99 171	149 291	277 582	413 661	389 799	429 132	163 558
Netto betalt utbytte	0	0	-46 283	233 756	333 938	404 437	301 692
Egenkapital 31.12	1 055 311	1 204 602	1 528 467	1 708 372	1 764 233	1 788 928	1 650 794

Tabell 5.30 - Endringer i egenkapital, Europris (NOK 1000)

Omgruppert og justert kontantstrøm	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Netto driftsresultat	438 586	462 551	484 574	460 751	484 162	455 124
+ Unormalt netto driftsresultat	-30 460	5 685	1 802	1 615	18 120	-217 183
- Endring i netto driftseiendeler	-15 766	152 261	48 359	53 053	178 596	280 005
= Fri kontantstrøm fra drift	423 892	315 975	438 017	409 314	323 685	-42 064
+ Netto finansinntekt	6 350	4 706	3 899	3 427	2 239	2 810
+ Unormalt netto finansresultat	-25 531	-48 996	-5 538	-6 621	-4 090	-3 853
- Endring i finansielle eiendeler	-52 457	190 337	127 041	5 442	-155 253	-399 258
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	457 169	81 348	309 337	400 678	477 087	356 152
- Netto finanskostnad	239 655	146 364	71 076	69 374	71 298	73 341
+ Endring i finansiell gjeld	-217 514	18 733	-4 505	2 634	-1 352	18 881
= Fri kontantstrøm til egenkapital	0	-46 283	233 756	333 938	404 437	301 692

Tabell 5.31 - Omgruppert og justert kontantstrømoppstilling, Europris (NOK 1000)

5.6 Presentasjon av omgrupperte og justerte tall for bransjen

Regnskapene til selskapene som utgjør vårt definerte bransjesnitt, har vi har vi omgruppert og justert på tilsvarende måte som for Europris. Ettersom samtlige av de komparative selskapene rapporterer i svenske kroner har vi omregnet regnskapstallene fra SEK til NOK. Dette har vi gjort ved å regne balansene ved valutakurs 31.12, og for resultatregnskapene har vi benyttet gjennomsnittlig valutakurs for året. Valutakursene som er nyttet er hentet fra Norges Bank sin nettside (Norges Bank, 2019e). Som valutakurs for utgående balanser i trailingåret har vi benyttet valutakurs per 4. oktober. Følgende valutakurser er nyttet:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	04.10.2019
Valutakurs (UB)	0,8549	0,9472	0,9587	1,0475	0,9512	0,9996	0,9701	0,9242
Gjennomsnittskurs	0,8593	0,9022	0,9184	0,9571	0,9816	0,968	0,9359	0,9246

Tabell 5.32 - Valutakurser, (Norges Bank, 2019e)

Ettersom vi nytter gjennomsnittlige årlige valutakurser for resultatregnskapene, og valutakurs 31.12 for balansene, oppstår det omregningsdifferanser. Omregningsdifferansen som knytter seg til netto driftskapital har vi lagt inn i unormalt netto driftsresultat, mens omregningsdifferansene som knytter seg til netto finansiell gjeld har vi lagt inn i unormalt netto finansresultat, slik det fremgår av rammeverket til Kjell Henry Knivsflå (Knivsflå, 2019, F.8, s. 82). Under følger omgruppert og justert resultatregnskap, balanse og kontantstrøm for bransjen.

Omgruppert og justert resultat, Bransjen (NOK 1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Driftsinntekter	17 153 386	19 301 185	21 365 752	23 339 011	24 634 828	25 996 254	27 779 909
Driftskostnader	15 319 481	17 367 477	19 425 627	21 300 118	22 747 729	23 820 674	25 336 446
Driftsresultat fra egen virksomhet	1 833 905	1 933 707	1 940 125	2 038 893	1 887 099	2 175 580	2 443 463
Driftsrelatert skattekostnad	427 143	450 401	451 334	474 791	440 104	506 449	566 784
Netto driftsresultat i egen virksomhet	1 406 762	1 483 306	1 488 791	1 564 102	1 446 996	1 669 131	1 876 679
Netto driftsresultat frå driftstilknytte virksomheter	9 661	7 835	0	23 011	280 123	99 990	88 460
Netto driftsresultat	1 416 423	1 491 141	1 488 791	1 587 113	1 727 118	1 769 121	1 965 139
Netto finansinntekt	21 797	30 668	23 027	20 200	24 728	18 465	15 047
Nettoresultat til sysselsatt kapital	1 438 220	1 521 809	1 511 818	1 607 313	1 751 846	1 787 586	1 980 185
Netto finanskostnad	446 660	405 254	266 929	178 876	202 766	246 770	289 709
Nettoresultat til egenkapital	991 560	1 116 556	1 244 889	1 428 437	1 549 080	1 540 816	1 690 476
Unormalt netto driftsresultat (inkl omregningsdiff)	295 773	60 912	284 524	-334 602	237 544	-575 783	-760 483
Unormalt netto finansresultat (inkl omregningsdiff)	-21 845	-55 240	-240 839	78 018	-24 874	20 047	-129 789
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	1 265 487	1 122 228	1 288 573	1 171 852	1 761 750	985 080	800 204
Netto betalt utbytte	844 740	631 860	796 444	979 645	1 682 943	1 282 095	1 210 144
Endring i egenkapital	420 747	490 368	492 130	192 207	78 808	-297 015	-409 940

Tabell 5.33 - Omgruppert og justert resultatregnskap, bransjen

Omgruppert og justert totalbalanse, Bransjen (NOK 1000)	2 013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Driftsrelaterte anleggsmidler	12 976 063	13 428 633	13 970 469	13 586 669	13 546 556	13 183 925	13 131 918
Driftsrelaterte omløpsmidler	4 435 779	5 627 571	6 179 821	5 890 225	7 031 263	7 117 267	6 954 901
Driftseiendeler	17 411 842	19 056 204	20 150 290	19 476 894	20 577 819	20 301 192	20 086 819
Finansielle anleggsmidler	250 344	254 989	10 326	2 043	227 576	221 114	211 166
Finansielle omløpsmidler	1 178 433	1 179 465	2 023 131	1 832 431	1 189 253	1 360 230	916 146
Finansielle eiendeler	1 428 777	1 434 454	2 033 457	1 834 474	1 416 829	1 581 344	1 127 311
EIENDELER	18 840 619	20 490 658	22 183 747	21 311 368	21 994 648	21 882 537	21 214 131
Egenkapital	4 252 644	4 743 012	5 235 142	5 427 349	5 506 157	5 209 142	4 799 201
Langsiktig driftsrelatert gjeld	2 481 998	2 480 438	2 502 411	2 487 602	2 526 060	2 478 244	2 508 993
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	2 745 120	3 256 274	3 738 955	3 612 194	4 183 719	4 129 258	3 944 289
Driftsrelatert gjeld	5 227 118	5 736 712	6 241 366	6 099 796	6 709 779	6 607 503	6 453 282
Langsiktig finansiell gjeld	7 951 036	7 855 131	7 786 449	8 002 312	7 442 072	7 141 666	5 840 226
Kortsiktig finansiell gjeld	1 409 821	2 155 802	2 920 789	1 781 911	2 336 640	2 924 226	4 121 421
Finansiell gjeld	9 360 857	10 010 933	10 707 239	9 784 223	9 778 713	10 065 892	9 961 647
TOTALKAPITAL	18 840 619	20 490 658	22 183 747	21 311 368	21 994 648	21 882 537	21 214 131

Tabell 5.34 - Omgruppert og justert balanseoppstilling, bransjen

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	10 494 065	10 948 195	11 468 058	11 099 067	11 020 497	10 705 681	10 622 925
Driftsrelatert arbeidskapital	1 690 659	2 371 297	2 440 866	2 278 031	2 847 543	2 988 009	3 010 612
Netto driftseigedeler	12 184 724	13 319 492	13 908 924	13 377 098	13 868 040	13 693 690	13 633 537
Finansielle eiendeler	1 428 777	1 434 454	2 033 457	1 834 474	1 416 829	1 581 344	1 127 311
Sysselsatte eiendeler	13 613 501	14 753 946	15 942 381	15 211 572	15 284 869	15 275 034	14 760 848
Egenkapital	4 252 644	4 743 012	5 235 142	5 427 349	5 506 157	5 209 142	4 799 201
Finansiell gjeld	9 360 857	10 010 933	10 707 239	9 784 223	9 778 713	10 065 892	9 961 647
Sysselsatt kapital	13 613 501	14 753 946	15 942 381	15 211 572	15 284 869	15 275 034	14 760 848

Tabell 5.35 - Omgruppert og justert sysselsatt kapital, bransjen (NOK 1000)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Netto driftseiendeler	12 184 724	13 319 492	13 908 924	13 377 098	13 868 040	13 693 690	13 633 537
Egenkapital	4 252 644	4 743 012	5 235 142	5 427 349	5 506 157	5 209 142	4 799 201
Netto finansiell gjeld	7 932 080	8 576 479	8 673 782	7 949 749	8 361 884	8 484 548	8 834 336
Netto driftskapital	12 184 724	13 319 492	13 908 924	13 377 098	13 868 040	13 693 690	13 633 537

Tabell 5.36 - Omgruppert og justert netto driftskapital, bransjen (NOK 1000)

Endringer i egenkapital	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Egenkapital 01.01	3 831 897	4 252 644	4 743 012	5 235 142	5 427 349	5 506 157	5 209 142
Fullstendig nettoresultat	1 265 487	1 122 228	1 288 573	1 171 852	1 761 750	985 080	800 204
Netto betalt utbytte	844 740	631 860	796 444	979 645	1 682 943	1 282 095	1 210 144
Egenkapital 31.12	4 252 644	4 743 012	5 235 142	5 427 349	5 506 157	5 209 142	4 799 201

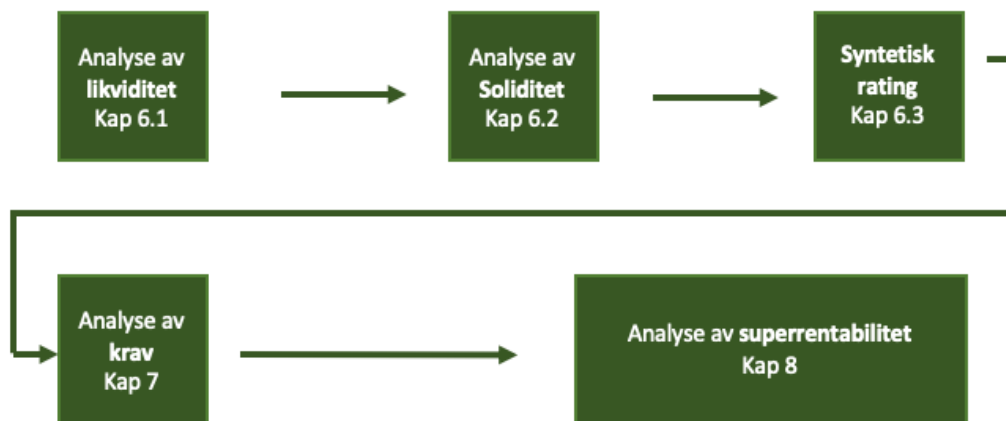
Tabell 5.37 - Endringer i egenkapital, bransjen (NOK 1000)

Omgruppert og justert kontantstrøm, Bransjen (NOK 1000)	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Netto driftsresultat	1 491 141	1 488 791	1 587 113	1 727 118	1 769 121	1 965 139
+ Unormalt netto driftsresultat	60 912	284 524	-334 602	237 544	-575 783	-760 483
- Endring i netto driftseiendeler	1 134 768	589 432	-531 826	490 942	-174 351	-60 152
= Fri kontantstrøm fra drift	417 286	1 183 883	1 784 336	1 473 720	1 367 689	1 264 808
+ netto finansinntekt	30 668	23 027	20 200	24 728	18 465	15 047
+ Unormalt netto finansresultat	-55 240	-240 839	78 018	-24 874	20 047	-129 789
- Endring i finansielle eiendeler	5 677	599 003	-198 983	-417 645	164 515	-454 033
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	387 038	367 068	2 081 537	1 891 219	1 241 686	1 604 099
- netto finanskostnad	405 254	266 929	178 876	202 766	246 770	289 709
+ Endring i finansiell gjeld	650 076	696 305	-923 016	-5 510	287 179	-104 245
= Fri kontantstrøm til egenkapital	631 860	796 444	979 645	1 682 943	1 282 095	1 210 144

Tabell 5.38 - Omgruppert og justert kontantstrømoppstilling, bransjen

5.7 Rammeverk for forholdstallsanalyse

De omgrupperte og justerte regnskapstallene vil i de kommende kapitler nyttes til å analysere kredittrisiko, avkastningskrav og rentabilitet for Europris og bransjen. Først vil kredittrisiko analyseres ved analyse av likviditet og soliditet. Funnene vil oppsummeres i en syntetisk rating. Dernest vil avkastningskrav beregnes. Til sist vil superrentabiliteten til Europris og bransjen analyseres. Dette er konsistent med rammeverket til Kjell Henry Knivsflå (Knivsflå, 2019, F. 9, s. 20). Figur 5.6 viser stegvis prosedyren i rammeverket. Som tilleggslitteratur for forholdstallsanalysen har vi nyttet Petersen mfl. (2017) og Penman (2010).



Figur 5.6 - Rammeverk for forholdstallsanalyse

Ettersom bransjen har opplevd sterk vekst, vil tidsvekter benyttes for å estimere tidsvektede gjennomsnitt, som vil brukes for å sammenligne Europris med bransjen. Vi legger derfor større vekt på tallene fra de siste årene i analyseperioden. Vektingen som nyttes fremkommer av tabellen under.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Tidsvekting Europris	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,25

Tabell 5.39 - Tidsvekting, Europris

6. Analyse av kredittrisiko

I dette kapitlet vil kredittrisiko for Europris og bransjen analyseres ved bruk av finansielle nøkkeltall. Kortsiktig risiko analyseres ved likviditetsanalyse, og langsiktig risiko analyseres ved soliditetsanalyse. Resultatene fra analysen vil oppsummeres i en syntetisk rating. Formålet med analysene er å undersøke Europris og bransjen sin evne til å oppfylle sine kortsiktige og langsiktige forpliktelser, og syntetisk rating vil nyttes ved estimering avkastningskrav.

6.1 Likviditetsanalyse – analyse av kortsiktig risiko

Formålet med likviditetsanalysen er å undersøke Europris og bransjen sin evne til å oppfylle sine kortsiktige leieforpliktelser ved forfall (Penman, 2010, s. 700). Med kort sikt menes normalt forpliktelser som forfaller innen rammen av en regnskapsperiode, eller ett år (Petersen mfl., 2017 s. 211). Svak likviditet vil medføre risiko for insolvens og konkurs. Likviditetsanalysen vil gjennomføres i to steg, der (1) *gjeldsdekningen i balansen* og (2) *gjeldsdekning gjennom resultat og kontantstrøm*, analyseres (Knivsflå, 2019, F.9, s. 38).

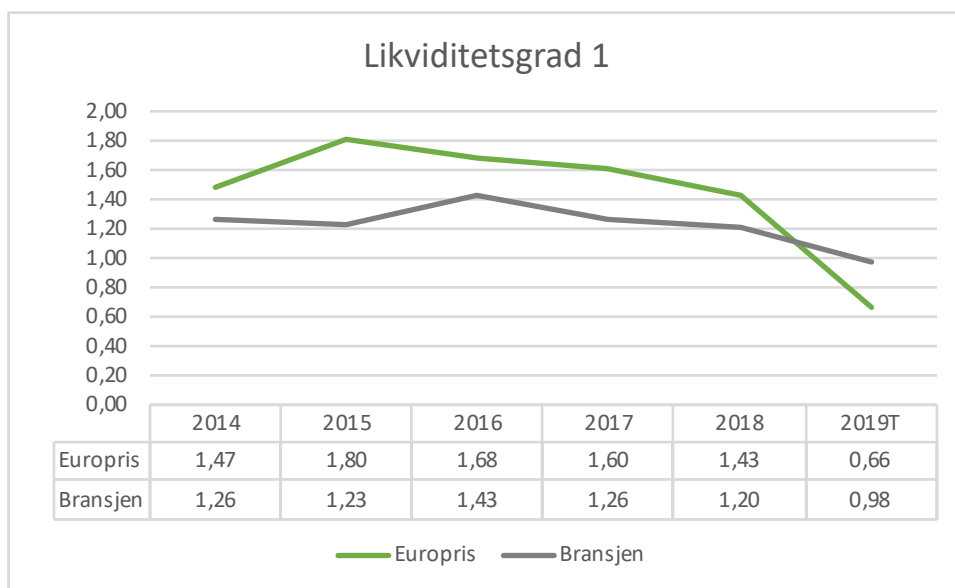
6.1.1 Gjeldsdekning i balansen

Likviditetsgrad

For å analysere kortsiktig likviditetsrisiko vil nøkkeltallet *likviditetsgrad 1* ($lg1$) nyttes. Dette nøkkeltallet måler forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, som vist av formelen under (Penman, 2010, s. 700):

$$lg1 = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

En generell tommelfingerregel er at likviditetsgrad 1 bør være over 2 (Knivsflå, 2019, F.9, s. 41). Hva som kan anses som en god eller mindre god likviditetsgrad vil imidlertid avhenge av hvilken bransje som analyseres. Derfor har vi valgt å bruke bransjegjennomsnittet som sammenligningsgrunnlag. Figuren under viser utviklingen i forholdstallet for Europris og bransjen:



Figur 6.1 - Likviditetsgrad 1

Det tidsvektede gjennomsnittet gir en likviditetsgrad på 1,35 for Europris og 1,20 for bransjen. En likviditetsgrad høyere enn 1, vil si at omløpsmidlene dekker kortsiktig gjeld med over 100 prosent. Europris har samtlige år, sett bort fra 2019T, hatt bedre likviditet enn bransjen målt ved likviditetsgrad 1. Det er hovedsakelig to årsaker til at likviditetsgraden til Europris er lav i 2019T. Den ene årsaken er at tidligere langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner på MNOK 1645 har forfall i mai 2020, og dermed er gått over til å bli kortsiktig gjeld. Den andre årsaken er at Europris betalte utbytte i andre kvartal 2019, slik at kontantbeholdningen er svært lav i 2019T, ettersom trailingbalansen settes lik sist kjente balanse som i vårt tilfelle var tredje kvartal 2019. Dette gjør at omløpsmidlene blir unormalt lave, og den kortsiktige gjelden blir unormalt høy i 2019T. Hensyntatt disse forholdene mener vi likviditeten til Europris er god. Vi ser likevel at utviklingen i likviditetsgrad 1 har vært fallende for både Europris og bransjen siden 2016.

Likviditetsgrad 1 kan dekomponeres i *driftsrelatert likviditetsgrad* og *likviditetsgrad 2* (lg2). Driftsrelaterte omløpsmidler kan ikke realiseres uten at driften vil påvirkes (Petersen mfl., 2017, s. 227). Driftsrelatert likviditetsgrad viser forholdet mellom driftsrelaterte omløpsmidler og kortsiktig driftsrelatert gjeld. Likviditetsgrad 2 måler forholdet mellom finansielle omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Nøkkeltallet viser slik forholdet mellom likvide eiendeler som kan frigjøres uten at driften påvirkes, og kortsiktig gjeld. Formelen for likviditetsgrad 2 er som følger:

$$lg2 = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Europris	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet gjennomsnitt
Driftsrelatert likviditetsgrad	1,54	1,64	1,54	1,51	1,46	1,75	1,58
* Vekt KDG i forhold til KG	0,80	0,83	0,80	0,78	0,80	0,38	0,68
+ Likviditetsgrad 2	0,23	0,43	0,45	0,42	0,27	0,01	0,27
= Likviditetsgrad 1	1,47	1,80	1,68	1,60	1,43	0,66	1,35

Tabell 6.1 - Dekomponering av likviditetsgrad 1, Europris

Bransjen	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet gjennomsnitt
Driftsrelatert likviditetsgrad	1,73	1,65	1,63	1,68	1,72	1,76	1,70
* Vekt KDG i forhold til KG	0,60	0,56	0,67	0,64	0,59	0,49	0,58
+ Likviditetsgrad 2	0,22	0,30	0,34	0,18	0,19	0,11	0,21
= Likviditetsgrad 1	1,26	1,23	1,43	1,26	1,20	0,98	1,20

Tabell 6.2 - Dekomponering av likviditetsgrad 1, bransjen

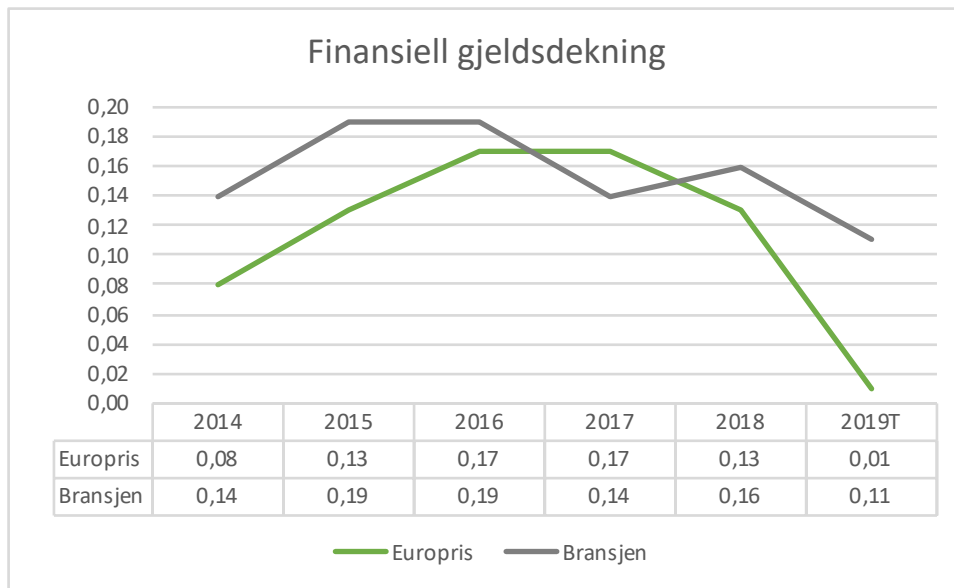
Som for likviditetsgrad 1, har Europris også hatt høyere likviditetsgrad 2 enn bransjen samtlige år bortsett fra 2019T. Det er utbyttebetalingen i andre kvartal 2019, samt at tidligere langsiktig gjeld har blitt kortsiktig i 2019, som er årsaken til at likviditetsgrad 2 tilnærmet er null for Europris i 2019T. Hensyntatt utbyttebetalingen mener vi likviditetsgrad 2 vil bedres betydelig i løpet av året. Tidsvektet gjennomsnittlig likviditetsgrad 2 for Europris er 0,27, og 0,21 for bransjen. At likviditetsgrad 2 er lav for en handelsbedrift er naturlig, da leverandørgjeld og kundefordringer i stor grad bør dekke den kortsiktige driftsrelaterte gjelden. Imidlertid påvirkes likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 i stor grad av justeringen som ble foretatt for operasjonell leasing.

Finansiell gjeldsdekning

Finansiell gjeldsdekning i balansen viser forholdet mellom finansielle eiendeler og finansiell gjeld:

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

Dersom forholdstallet er større enn 1, medfører det at selskapet har netto finansielle eiendeler. Et tall under 1, medfører at selskapet har netto finansiell gjeld. Dess lavere forholdstallet er, dess større risiko er det for at selskapet vil komme i en likviditetsskvis (Knivsflå, 2019, F. 9, s. 45). Figuren under viser finansiell gjeldsdekning for Europris og bransjen over analyseperioden:



Figur 6.2 - Finansiell gjeldsdekning

Europris hadde lavere finansiell gjeldsdekning enn bransjen i starten og slutten av analyseperioden. Clas Ohlson påvirker bransjesnittet positivt i stor grad, da selskapet nærmest ikke har rentebærende gjeld gjennom hele analyseperioden, før justering for operasjonell leasing. Clas Ohlson sin kapitalstruktur skiller seg ut med høy andel egenkapitalfinansiering.

Årsaken til den lave finansielle gjeldsdekningen for Europris i 2019T, er at kontantbeholdningen er lav som følge av at utbytte ble betalt ut i andre kvartal 2019. Dersom utbyttet ikke hadde blitt utbetalt i andre kvartal 2019, og vi hadde justert kontantbeholdningen og egenkapitalen opp med netto betalt utbytte, ville finansiell gjeldsdekning for Europris vært omtrent på nivå med bransjen.

Vi vil videre presisere at justering av operasjonell leie påvirker sterkt finansiell gjeldsdekning, likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2, ved at både kortsiktig og langsiktig finansiell gjeld øker. Dermed vil disse forholdstallene bli høyere ved beregning med ikke-justerte tall. Tidsvektet gjennomsnittlig finansiell gjeldsdekning for Europris er 0,11 og 0,15 for bransjen.

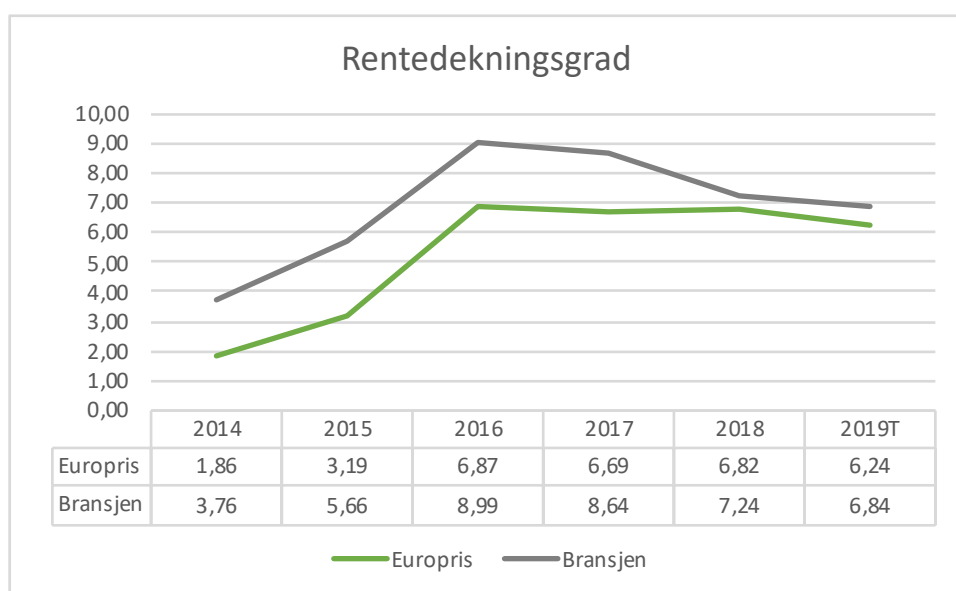
6.1.2 Gjeldsdekning gjennom nettoresultat og kontantstrøm

Rentedekningsgrad

Foregående nøkkeltall har tatt for seg Europris og bransjen sin gjeldsdekning i form av eiendelene som ligger i balansen. Vi vil nå analysere i hvilken grad de normaliserte og justerte resultatene og kontantstrømmene dekker selskapets gjeld. For å undersøke resultatets gjeldsdekning vil rentedekningsgrad benyttes. Nettoresultat fra sysselsatt kapital er summen av netto driftsresultat og netto finansinntekter.

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

Rentedekningsgrad for Europris og bransjen i analyseperioden følger av figuren under:



Figur 6.3 - Rentedekningsgrad

Europris har hatt lavere rentedekningsgrad enn bransjen over hele analyseperioden. En årsak til at rentedekningsgraden for bransjen er høyere enn for Europris, er kapitalstrukturen til Clas Ohlson. Clas Ohlson har svært lav gjeld, og dermed svært lave rentekostnader. Selskapet er dermed med å heve rentedekningsgraden for bransjen. En annen årsak er at Europris har hatt høyere rente enn bransjen i analyseperioden, som følge av at styringsrenten har vært lavere i Sverige enn i Norge i perioden. Tidsvektet gjennomsnittlig rentedekningsgrad for Europris er 6,05 og 7,35 for bransjen.

Kontantstrømanalyse

Omgruppert og justert kontantstrømpoppstilling ble presentert i kapittel 5.5.2. Vi har nå laget en mer kreditororientert oppstilling som viser endringer i likvide midler for Europris over analyseperioden (Knivsflå, 2019, F8, s. 53). Oppstillingen følger av tabell 6.3:

Endring i likvide midler (NOK 1000)	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Netto driftsresultat	438 586	462 551	484 574	460 751	484 162	455 124
+ Unormalt netto driftsresultat	-30 460	5 685	1 802	1 615	18 120	-217 183
- Endring i netto driftseiendeler	-15 766	152 261	48 359	53 053	178 596	280 005
= Fri kontantstrøm fra drift	423 892	315 975	438 017	409 314	323 685	-42 064
- Netto finanskostnad	239 655	146 364	71 076	69 374	71 298	73 341
+ Endring i finansiell gjeld	-217 514	18 733	-4 505	2 634	-1 352	18 881
= Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift	-33 276	188 344	362 436	342 574	251 036	-96 524
- Netto betalt utbytte	0	-46 283	233 756	333 938	404 437	301 692
= Fri kontantstrøm til finansiell investering	-33 276	234 627	128 680	8 636	-153 401	-398 216
+ Netto finansinntekter	6 350	4 706	3 899	3 427	2 239	2 810
+ Unormalt netto finansresultat	-25 531	-48 996	-5 538	-6 621	-4 090	-3 853
= Kontantstrøm til finansiell investering	-52 457	190 337	127 041	5 442	-155 253	-399 258
+ Inngående finansielle eiendeler	312 469	260 012	450 349	577 390	582 832	427 579
= Utgående finansielle eiendeler	260 012	450 349	577 390	582 832	427 579	28 321
Fordelt på						
Kontanter	245 017	447 115	576 964	581 664	426 968	27 225
Fordringer	14 625	2 862	0	0	0	0
Investeringer	370	372	375	374	374	0
Derivater	0	0	51	794	237	1 096
Kontroll	260 012	450 349	577 390	582 832	427 579	28 321

Tabell 6.3 - Endring i likvide midler, Europris

Oppstillingen viser at netto driftsresultat har vært positivt samtlige år. Dette tilsier at driften er lønnsom. Netto driftseiendeler har videre økt hvert eneste år i perioden bortsett fra i 2014. Dette er med å redusere fri kontantstrøm fra drift, men er å anse som positivt da dette viser at Europris har hatt midler til å vokse og ekspandere sin drift. I 2019T blir fri kontantstrøm fra drift negativ, og skyldes i stor grad en stor økning i netto driftseiendeler.

6.2 Analyse av langsiktig risiko - Soliditetsanalyse

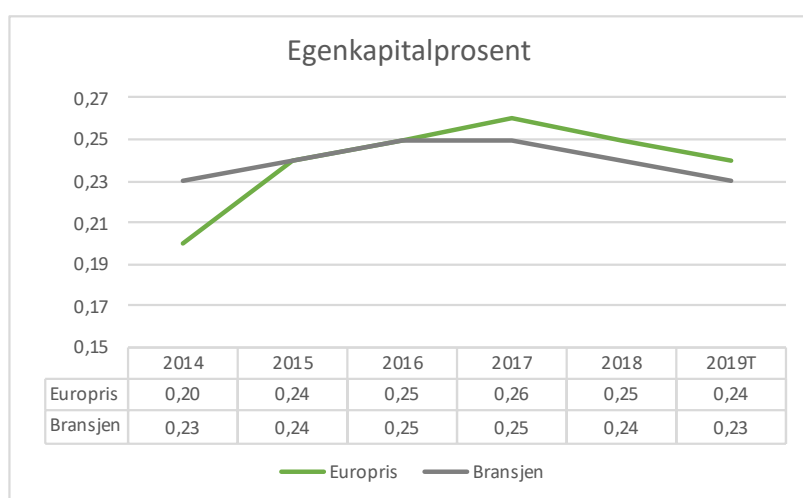
Langsiktig likviditetsrisiko omhandler virksomhetens finansielle stilling i et lenger tidsperspektiv, med hensyn på virksomhetens evne til å betale alle fremtidige forpliktelser etterhvert som de forfaller, og evnen til å tåle tap over tid uten å bli insolvent (Petersen mfl., 2017, s. 211). En kvantitativ evaluering kan gjennomføres ved analyse av nøkkeltall på grunnlag av justert og omgruppert resultat og balanse. Soliditetsanalysen vil bestå av følgende tre deler; (1) analyse av egenkapitalprosent (ekp), (2) analyse av lønnsomhet, og (3) analyse av kapitalstruktur.

6.2.1 Egenkapitalprosent

En sunn finansieringsstruktur kjennetegnes av god balanse mellom egenkapital og lang- og kortsiktig finansiering. Egenkapitalen øker med positive resultater, og reduseres med negative resultater. Det betyr at dess høyere egenkapitalen er, dess lenger vil virksomheten kunne tåle tap uten å bryte med forutsetningene for fortsatt drift. Egenkapital er derfor å anse som en *buffer* mot uforventede fremtidige tap, og egenkapitalandel er et mye benyttet nøkkeltall for å måle et selskaps soliditet (Petersen mfl., 2017, s. 217). Egenkapitalandel beregnes på følgende måte:

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

En tommelfingerregel er at egenkapitalen minst bør være 2-3 ganger større enn det største uforutsette tapet som har funnet sted de siste 10 årene, slik at selskapet kan tåle 2-3 dårlige år (Petersen mfl., 2017, s. 221). Dette må naturligvis ses i forhold til bakgrunnen for tapet. I vår analyseperiode har ikke Europris hatt negativt årsresultat, hvilket gjør det vanskelig å anvende teorien over. Hva som er et hensiktsmessig forhold mellom egenkapital og gjeld, vil variere mellom bransjer. Dess mer syklisk utsatt bransjen er, og konjunkturfølsom virksomheten er, dess høyere bør egenkapitalandelen være for å absorbere tapene gjennom de negative konjunktorene. Bransjen for varehandel med bredt vareutvalg er å anse som forholdsvis lite syklisk, hvilket taler for at egenkapitalandelen kan være lavere enn i mer sykliske bransjer.



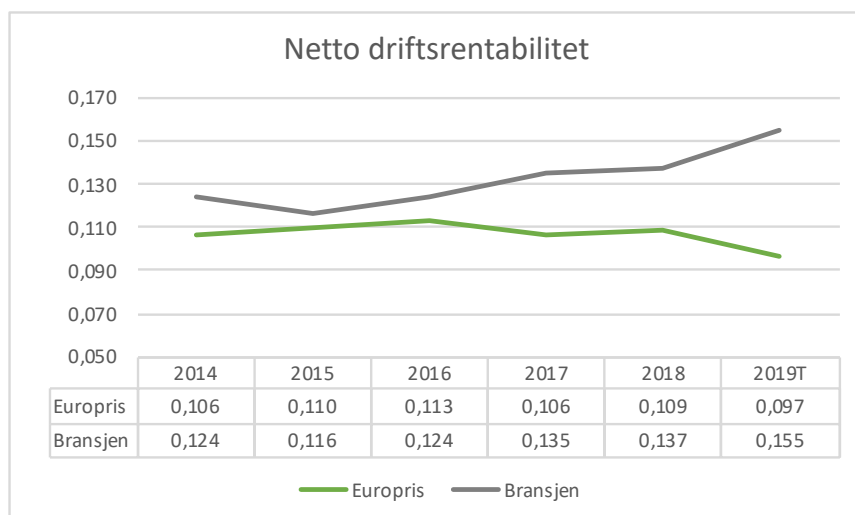
Figur 6.4 - Egenkapitalprosent

I vår analyse med omgrupperte og justerte balansetall, er tidsvektet gjennomsnittlig egenkapitalandel 25 prosent for Europris og 24 prosent for gjennomsnittsbransjen. Tradisjonelt sett vil et slikt måltall kategoriseres som svakt. Vi ønsker imidlertid å presisere at egenkapitalandelen ville vært høyere dersom det ikke hadde blitt justert for operasjonell leasing. Clas Ohlson sin høye andel egenkapital og lave gjeldsgrad påvirker egenkapitalprosenten til bransjen svært positivt.

6.2.2 Analyse av lønnsomhet

Som drøftet tidligere vil svak lønnsomhet over tid forplante seg til egenkapitalen, og medføre svakere soliditet. Av den grunn er analyse av lønnsomhet sentralt i en soliditetsanalyse. I en verdsettelse er vi primært ute etter lønnsomheten fra virksomhetens drift, da dette danner det beste grunnlaget for hva som kan forventes i fremtiden (Petersen mfl., 2017, s. 140-141). Hva som regnes for tilfredsstillende mål på lønnsomhet er blant annet avhengig av bransje, hvilken fase i livssyklusen virksomheten er, og det øvrige makroøkonomiske bildet. Overordnet måles lønnsomhet som et resultatelement dividert på et balanseelement. Et mye anvendt forholdstall er egenkapitalrentabilitet som måler forholdet mellom nettoresultat til egenkapitalen og egenkapitalen. Ettersom nettoresultatet til egenkapitalen inneholder unormale poster, samt finansposter, er imidlertid netto driftsrentabilitet et mer hensiktsmessig forholdstall å nytte for å vurdere lønnsomheten fra driften. Resultatelementet består utelukkende av driftsposter, rensket for unormale poster og finansposter. Netto driftsrentabilitet fremkommer slik:

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



Figur 6.5 - Netto driftsrentabilitet

Figuren over viser at Europris i analyseperioden 2014 til 2019 har hatt lavere netto driftsrentabilitet enn bransjen. Tidsvektet gjennomsnitt for perioden er 10,6 prosent for Europris og 13,6 prosent for bransjen. Lønnsomhet vil drøftes grundigere i kapittel 8.

6.2.3 Analyse av kapitalstruktur

Vi vil i dette delkapittelet analysere finansieringsstrukturen til Europris og bransjen ved bruk av en statisk finansieringsanalyse. Kapitalstrukturen til en virksomhet har betydning for en virksomhets risiko for mislighold og konkursrisiko. Formålet med analysen er å undersøke hvordan eiendelene er finansiert med lang- og kortsiktig kapital, for å kunne avdekke risiko (Knivsflå, 2019, F9, s. 69). Vi nytter 2019T som tidspunkt for den statiske analysen. Eiendelene rangeres etter illikviditet, og kapitalen rangeres etter hvor langsiktig den er (Knivsflå, 2019, F9, s. 69). Egenkapital er den minst risikable finansieringskilden, mens kortsiktig finansiell gjeld er den mest risikable. Tabellene under viser kapitalstrukturen til Europris og bransjen i 2019T:

<i>Europris 2019T</i>	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	1 650 794		660 962	1 492 200	1 041 603		4 845 559
FAM					1 096		1 096
DOM					125 911	1 914 726	2 040 637
FOM						27 225	27 225
TK	1 650 794	0	660 962	1 492 200	1 168 610	1 941 951	6 914 517

<i>Europris 2019T</i>	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	34,07 %		13,64 %	30,80 %	21,50 %		70,08 %
FAM					100,00 %		0,02 %
DOM					6,17 %	93,83 %	29,51 %
FOM						100,00 %	0,39 %
TK	23,87 %	0,00 %	9,56 %	21,58 %	16,90 %	28,09 %	100,00 %

Tabell 6.4 - Finansieringsmatrise i NOK 1000 og prosentvis, Europris (2019T)

<i>Bransjen 2019T</i>	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	4 799 201		2 508 993	5 823 724			13 131 918
FAM				16 502	194 664		211 166
DOM					3 749 626	3 205 276	6 954 901
FOM						916 146	916 146
TK	4 799 201	0	2 508 993	5 840 226	3 944 289	4 121 421	21 214 131

<i>Bransjen 2019T</i>	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	36,55 %		19,11 %	44,35 %			61,90 %
FAM				7,81 %	92,19 %		1,00 %
DOM					53,91 %	46,09 %	32,78 %
FOM						100,00 %	4,32 %
TK	22,62 %	0,00 %	11,83 %	27,53 %	18,59 %	19,43 %	100,00 %

Tabell 6.5 - Finansieringsmatrise i NOK 1000 og prosentvis, bransjen (2019T)

Europris sine driftsrelaterte anleggsmidler er finansiert med kortsiktig driftsrelatert gjeld (21,5%). Dette er ikke å anse som en fornuftig finansiering. Årsaken er imidlertid at Europris sitt langsiktige banklån ble kortsiktig i 2019. Dette lånet vil refinansieres innen mai 2020. Dersom lånet refinansieres allerede i 2019, vil den finansielle gjelden som finansierer de driftsrelaterte anleggsmidlene være langsiktig ved utgangen av 2019. En refinansiering vil også medføre at de driftsrelaterte omløpsmidlene i noen grad vil bli finansiert med langsiktig finansiell gjeld, og mesteparten vil bli finansiert med kortsiktig driftsrelatert gjeld. I henhold til finansieringsmatrisene over ser det dermed ut til at bransjen har en sunnere finansieringsstruktur enn Europris.

Gitt at Europris får refinansiert sin kortsiktige gjeld slik at forholdet mellom langsiktig og kortsiktig gjeld blir som i foregående år, vil imidlertid Europris få en langt sunnere kapitalstruktur. Dette forholdet påvirker også finansieringsmatrisen til bransjesnittet for

2019T, ettersom Europris inngår. På bakgrunn av dette forholdet har vi laget en finansieringsmatrise for Europris og bransjen på bakgrunn av balansene i 2018. Dette gjøres da vi anser det for å gi et mer normalt bilde over finansieringsstrukturen til både Europris og bransjen. Disse vises under:

<i>Europris 2018</i>							
	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	1 788 928	0	615 656	2 400 859			4 805 443
FAM				611			611
DOM				685 489	1 175 178		1 860 667
FOM					98 657	328 311	426 968
TK	1 788 928	0	615 656	3 086 959	1 273 835	328 311	7 093 689

<i>Europris 2018</i>							
	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	37,23 %	0,00 %	12,81 %	49,96 %			67,74 %
FAM				100,00 %			0,01 %
DOM				36,84 %	63,16 %		26,23 %
FOM					23,11 %	76,89 %	6,02 %
TK	25,22 %	0,00 %	8,68 %	43,52 %	17,96 %	4,63 %	100,00 %

Tabell 6.6 - Finansieringsmatrise Europris, 2018

<i>Bransjen 2018</i>							
	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	5 209 142	0	2 478 244	5 496 539			13 183 925
FAM				221 114			221 114
DOM				1 424 014	4 129 258	1 563 995	7 117 267
FOM						1 360 230	1 360 230
TK	5 209 142	0	2 478 244	7 141 666	4 129 258	2 924 226	21 882 537

<i>Bransjen 2018</i>							
	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	39,51 %		18,80 %	41,69 %			60,25 %
FAM				100,00 %			1,01 %
DOM				20,01 %	58,02 %	21,97 %	32,52 %
FOM						100,00 %	6,22 %
TK	23,81 %	0,00 %	11,33 %	32,64 %	18,87 %	13,36 %	100,00 %

Tabell 6.7 - Finansieringsmatrise bransjen, 2018

Finansieringsmatrisene for 2018 viser at Europris og bransjen har relativt lik finansieringsstruktur. Europris skiller seg likevel fra bransjen ved at kortsiktig finansiell gjeld ikke er med å finansiere de driftsrelaterte omløpsmidlene. Dette kan medføre mindre risiko for Europris enn for bransjen. At anleggsmidlene er finansiert langsiktig for både Europris og bransjen er et godt tegn. Videre er det naturlig at de driftsrelaterte omløpsmidlene i stor grad er finansiert med kortsiktig driftsrelatert gjeld, da de driftsrelaterte omløpsmidlene i all hovedsak består av varelageret, som bør finansieres med leverandørgjeld. Oppsummert anser vi finansieringsstrukturen til bransjen og Europris for å være fornuftig i 2018. Uavhengig av om Europris får refinansiert sin gjeld i 2019 eller 2020, anser vi *ikke* den lave

kontantbeholdningen og den høye kortsiktige gjelden i 2019T for å representere en større trussel for Europris.

6.3 Oppsummering – Syntetisk rating

De foregående analysene gjennomført i kapittel 6, vil nå oppsummeres ved en syntetisk rating. Ved syntetisk rating er formålet å kvantifisere konkurssansynligheten til Europris og bransjen. Selskapet og bransjen vil få en kredittrating ut fra beregnet *likviditetsgrad 1*, *rentedekningsgrad*, *egenkapitalprosent* og *netto driftsrentabilitet*. Karakterene som nyttes går fra høyest mulige rangering, AAA, til lavest mulige rangering, D. Deretter fastsettes en samlet syntetisk rating for Europris og bransjen, basert på karakterene til hvert av de fire forholdstallene, og en *rimelighetsvurdering*. Den syntetiske ratingen uttrykker kredittrisiko og vil nyttes ved beregning av kredittrisikopremier i kapittel 7. Basert på ratinggrunnlaget i rammeverket til Kjell Henry Knivsflå, blir syntetisk rating slik som det fremgår av tabellene under for Europris og bransjen (Knivsflå, 2019, F.9, s. 80):

Europris	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1 (lg1)	1,47	1,80	1,68	1,60	1,43	0,66	1,35
	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	CCC	BB
Rentedekningsgrad (rdg)	1,86	3,19	6,87	6,69	6,82	6,24	6,05
	BBB	A	AA	AA	AA	AA	AA
Egenkapitalprosent (ekp)	0,20	0,24	0,25	0,26	0,25	0,24	0,25
	B	B	B	B	B	B	B
Netto driftsrentabilitet (ndr)	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,10	0,11
	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Samlet rating	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BBB

Tabell 6.8 - Syntetisk rating, Europris

Bransjen	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Tidsvektet gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1 (lg1)	1,26	1,23	1,43	1,26	1,20	0,98	1,20
	BB	BB	BB	BB	BB	B	BB
Rentedekningsgrad (rdg)	3,76	5,66	8,99	8,64	7,24	6,84	7,35
	A	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Egenkapitalprosent (ekp)	0,23	0,24	0,25	0,25	0,24	0,23	0,24
	B	B	B	B	B	B	B
Netto driftsrentabilitet (ndr)	0,12	0,12	0,12	0,14	0,14	0,15	0,14
	BBB	BBB	BBB	BBB+	BBB+	A	BBB+
Samlet rating	BBB-	BBB+	BBB+	BBB	BBB	BBB/BB	BBB

Tabell 6.9 - Syntetisk rating, bransjen

Basert på vår analyse av de fire forholdstallene er tidsvektet gjennomsnittlig syntetisk rating for både Europris og bransjen BBB, hvilket gir en tilhørende konkurssansynlighet på 0,26 prosent i henhold til statistikk fra Standard & Poor's (Knivsflå, 2019, F.9, s. 76).

Vi velger videre å trekke på innsikt fra den strategiske analysen, og SWOT-analysen i kapittel 4.4, for å gjøre en rimelighetsvurdering av den syntetiske ratingen. En rekke nyetableringer i bransjen har, og er med å føre til økt konkurranse og kamp om markedsandeler. Dette vil kunne virke negativt på marginene i bransjen. Økende netthandel representerer også en trussel. Imidlertid har Europris et godt omdømme, og er godt posisjonert i det norske markedet. At de har etablert nettbutikk gjør de også tilgjengelige for forbrukere som ønsker å handle på internett. Innkjøpssamarbeid med ÖoB og Tokmanni, samt høy andel egne merkevarer er videre positivt for marginene. Egenkapitalandelen til Europris er god, de har betalt ut utbytte hvert år siden 2016, og totalresultatet har vært positivt samtlige år.

Dersom ujusterte tall hadde blitt nyttet ville imidlertid den syntetiske ratingen for både bransjen og Europris blitt høyere. Videre ønsker vi å påminne om at syntetisk rating påvirkes av at Europris betalte ut utbytte i andre kvartal, samt at selskapet har høy kortsiktig gjeld, ettersom det langsiktige lånet ble kortsiktig i 2019. Det kommer fram i kvartalsrapportene til selskapet at det ikke er noe som tyder på at refinansiering vil innebære utfordringer, så dette ventes å gå smertefritt. Dermed vil det som i dag klassifiseres som kortsiktig gjeld fra og med neste år klassifiseres som langsiktig. Videre vil kontantbeholdningen øke i løpet av året, siden utbytte ble foretatt i andre kvartal. Basert på dette mener vi syntetisk rating for Europris i 2019 kan settes som **BBB**. Dette gjøres da likviditetsgrad 1 vil klassifisere til en BB rating dersom gjelden refinansieres i 2019, og hensyntatt at kontantbeholdningen er lav i andre kvartal som følge av utbyttebetalingen. Kontantbeholdningen forventes å øke i andre halvår. Det er imidlertid alltid en risiko knyttet til refinansiering, men vi anser den som liten i dette tilfellet. Tidsvektet gjennomsnittlig syntetisk rating for Europris i perioden blir likevel fremdeles BBB.

Avslutningsvis ønsker vi å påpeke at Europris har goodwill for i overkant av 1,6 milliarder i sin balanse. Denne goodwillen forsvares så lenge driften er lønnsom, men vil representere en stor risiko dersom driften svekkes i fremtiden. Europris sin egenkapital er i overkant 1,65 milliarder i 2019T, og egenkapitalen vil dermed fordufte dersom goodwillen skrives ned til null. Europris har imidlertid hatt god lønnsomhet historisk sett, og vi venter at dette også vil være tilfellet i fremtiden. Vi vil derfor ikke problematisere dette forholdet ytterligere.

7. Historiske avkastningskrav

I dette kapittelet vil historiske avkastningskrav for Europris beregnes. Avkastningskravene vil fungere som målestokk for rentabilitetsanalysen i kapittel 8. Senere vil avkastningskravene nyttes til å estimere fremtidige krav i kapittel 10, som videre vil nyttes ved diskontering av fremtidige kontantstrømmer ved verdsettelsen av Europris i kapittel 11.

7.1 Avkastningskrav til totalkapitalen

Investorer og kreditorer som stiller kapital til rådighet for en virksomhet vil kreve en avkastning på kapitalen som er minst like stor som avkastningen på tilsvarende investeringer (Knivsflå, 2019, F.10, s. 5). Med tilsvarende investeringer menes investeringer med tilsvarende risiko. Avkastningen som kreves skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko (Penman, 2010, s. 110). Ettersom kapitalinnskyterne bærer ulik risiko, vil de stille ulike avkastningskrav for kapitalen de stiller til rådighet for en virksomhet. Dette gjør at avkastningskravet til totalkapitalen må beregnes ved å vekte kapitalen som finansieringskildene har stilt til rådighet for virksomheten, basert på deres respektive avkastningskrav (Berk & DeMarzo, 2011, s. 398). Dermed må avkastningskravet til egenkapital og netto finansiell gjeld beregnes før avkastningskravet til totalkapitalen kan beregnes. Deretter kan avkastningskravet til totalkapitalen estimeres som selskapets vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad (Weighted Average Cost of Capital, WACC) ved bruk av følgende formel (Knivsflå, 2019, F.10, s. 30):

$$skk = ekk * \left(\frac{EK}{SSK}\right) + fgk * \left(\frac{FK}{SSK}\right)$$

Der:

skk = avkastningskrav til sysselsatt kapital

ek = avkastningskrav til egenkapitalen

fgk = avkastningskrav til finansiell gjeld

EK = Egenkapital, *SSK* = sysselsatt kapital

7.2 Avkastningskravet til egenkapital

For å beregne avkastningskravet til egenkapitalen vil kapitalverdimodellen (Capital Asset Pricing Model, CAPM) nyttes. I henhold til denne modellen beregnes avkastningskravet til egenkapitalen slik (Knivsflå, 2019, F.10, s. 18):

$$ekk = rf * (1 - s) + \beta_{EK} * mrp$$

Der:

$rf * (1-s)$ = Risikofri rente etter skatt

β_{EK} = egenkapitalbeta

$mrp = r_m - (1-r_f) * r_f$ = Markedsrisikopremien

r_m = avkastningen til markedsporteføljen etter skatt

Kapitalverdimodellen tar ikke hensyn til porteføljespesifikk risiko (Penman, 2010, s. 111). Med bedriftsspesifikk risiko, eller porteføljespesifikk risiko, menes risikofaktorer som kun påvirker det individuelle selskap (Kaldestad og Møller, 2011, s. 107). Modellen forutsetter at investorer har perfekte diversifiserte porteføljer, slik at bedriftsspesifikk risiko og porteføljespesifikk risiko er ikke-eksisterende (Knivsflå, 2019, F. 10, s. 11). Dermed vil investorer etter modellen kun kreve risikopremie for å bære markedsrisiko. Med markedsrisiko menes risiko som knytter seg til faktorer som påvirker alle selskaper i et marked, som overordnet konjunkturutvikling, rentenivå, inflasjon og arbeidsledighet (Kaldestad og Møller, 2011, s. 107). At kapitalverdimodellen ikke tar hensyn til bedriftsspesifikk risiko er en streng forutsetning, og vil ofte ikke være oppfylt i praksis, som følge av at finansieringskildene ikke alltid vil ha perfekt diversifiserte porteføljer. Av den grunn legges det til en illikviditetspremie i formelen, som vist under:

$$ekk = rf * (1 - s) + \beta_{EK} * mrp + ilp_{EK}$$

Der:

ilp_{EK} = illikviditetspremie

Illikviditetspremien tar hensyn til at långivere og investorer vil kunne kreve ekstra avkastning som følge av at markedet ikke er perfekt (Knivsflå, 2019, F.10, s. 12).

De ulike komponentene i kapitalverdimodellen vil presenteres separat i det følgende. Dernest vil egenkapitalkravet beregnes i delkapittel 7.3.1.

7.2.1 Risikofri rente

Risikofri rente er hypotetisk avkastning på et verdipapir der konkurs- eller misligholdsrisiko er ikke-eksisterende (Kaldestad og Møller, 2011, s. 108). Ingen verdipapirer er fullstendig risikofrie, og risikofri rente i et marked kan ses på som avkastningen på den minst risikofylte investeringen kapitalinnskytere kan foreta seg. Følgelig vil investorer kreve høyere avkastning på alle investeringer som innehar høyere risiko enn den risikofrie renten.

Kaldestad og Møller (2011, s. 108) hevder at den minst risikofrie investeringen man kan gjøre er å investere i statsobligasjoner, og at avkastningen på statsobligasjoner dermed vil utgjøre den risikofrie renten. Renten på statsobligasjoner er imidlertid forskjellig mellom korte og lange statsobligasjoner, som vil gjøre at avkastningskravet vil bli forskjellig ut fra hvilken rente som legges til grunn. Risikofri rente kan derfor fastsettes på ulike måter, som alle har både fordeler og ulemper.

Et alternativ er å diskontere de årlige kontantstrømmene med en vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad, basert på ulik risikofri rente for hvert år. Dette vil være det teoretisk riktige, men metoden er lite praktikabel og nytteverdien er ofte lav (Kaldestad og Møller, 2011, s. 109). Et annet alternativ er å benytte kort rente på statspapirer, eller tre måneders effektiv NIBOR (Norwegian Interbank Offered rate). Fordelen med dette er at forventet og faktisk avkastning vil bli lik, samt at inflasjonsrisiko eller illikviditetspremie ikke vil påvirke renten. Imidlertid er ulempen at avkastningskravet vil bli ustabil i analyseperioden, som følge av at kortsiktig rente vil kunne svinge mye (Kaldestad og Møller, 2011, s. 109).

Ved å benytte 10-årsrenten på statsobligasjoner vil avkastningskravet bli mer stabilt. Et selskap forventes i utgangspunktet å ha lang levetid, og en lang rente vil passe bedre med durasjonen til kontantstrømmen til selskapet. Ulempen er derimot at inflasjonsrisiko og illikviditetspremie som ikke vil være tilstede i en kort rente, vil kunne være inkludert i den lange renten (Kaldestad og Møller, 2011, s. 110).

Et siste alternativ er å estimere en langsiktig vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad, der den langsiktige renten settes lik forventet langsiktig realrente tillagt inflasjon. På denne måten tas det ikke hensyn til kortsiktige svingninger i rentemarkedet. Ved denne metoden vil imidlertid avkastningen være forskjellig fra faktisk avkastning i rentemarkedet. I tillegg vil man miste trendskifter i rentemarkedet (Kaldestad og Møller, 2011, s. 110).

På bakgrunn av diskusjonen over har vi valgt å inngå et kompromiss mellom det teoretisk riktige og det som er praktisk anlagt, og har valgt å legge til grunn renten på norske 10-årige statsobligasjoner. Det trekkes likevel fra en kredittrisikopremie, der vi forutsetter at syntetisk rating for den norske stat er AAA.

I tabellen under vises både risikofri rente etter skatt basert på tre måneders effektiv NIBOR, der vi har forutsatt at norske banker har en gjennomsnittlig syntetisk rating på AA, samt risikofri rente etter skatt med utgangspunkt i renten på 10-årige statsobligasjoner. Det er imidlertid 10-årig statsobligasjonsrente som vil nyttes i denne utredningen. Denne vises nederst i tabellen under:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Gj.snitt
Nibor 3mnd effektiv	0,017	0,013	0,011	0,009	0,011	0,015	0,013
- Kredittrisikopremie før skatt, AA	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,012	0,008	0,006	0,004	0,006	0,010	0,007
- Skatt	0,003	0,002	0,001	0,001	0,001	0,002	0,002
= Risikofri rente etter skatt	0,009	0,005	0,004	0,003	0,004	0,008	0,005
Statsobligasjon 10 år, årsgjennomsnitt	0,025	0,016	0,013	0,016	0,019	0,015	0,017
- Kredittrisikopremie før skatt, AAA	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
= Risikofri rente før skatt	0,017	0,007	0,005	0,009	0,011	0,007	0,009
- Skatt	0,005	0,002	0,001	0,002	0,003	0,002	0,002
= Risikofri rente etter skatt	0,012	0,005	0,004	0,006	0,008	0,006	0,007

Tabell 7.1 - Risikofri rente

7.2.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er avkastningen investorer i aksjemarkedet forventer å få utover den risikofrie renten (Kaldestad og Møller, 2011, s. 117), som formelen under illustrerer:

$$\text{Markedets risikopremie} = \text{Avkastningen til markedsportefølgjen} - \text{Risikofri rente}$$

Avkastningen til markedsporteføljen kan som risikofri rente estimeres på ulike måter, og dermed også markedets risikopremie.

En metode er å ta utgangspunkt i *historisk risikopremie*, der avkastningen på markedsindeksen over tid sammenlignes med risikofri rente, og historisk markedspremie nyttes som estimat for fremtidig premie. Denne metoden er mest utbredt i praksis, men en ulempe med metoden er at fremtidig risikopremie oftest ikke vil bli som den historiske (Kaldestad og Møller, 2011, s. 118).

En annen metode er å *estimere en implisitt markedspremie basert på nåværende børskurs*. Dette gjøres ved å nytte en vekstmodell med dagens avkastningskrav, basert på kapitalverdimodellen, og regne ut hvilken risikopremie som må legges til grunn for at dagens børskurs skal kunne forsvares. Fordelen med denne metoden er at den er fremtidsrettet, legger til grunn fremtidig avkastning, og at risikopremien varierer over tid. Ulempen er at risikopremien vil være relativt sensitiv for mindre endringer i inntjeningsestimater, samt at modellen forutsetter at markedet bruker tilnærmet lik verdsettelsesmetode som den som er anvendt av målemetoden (Kaldestad og Møller, 2011, s. 120)

Et tredje alternativ er å estimere markedets risikopremie basert på *spørreundersøkelse av investorer og akademikere*, der de formidler sine prognoser på fremtidig avkastning i aksjemarkedet. Fordelen med metoden er at den baserer seg på markedsaktørenes syn, men en sentral svakhet er at deltakerne kan påvirkes av utviklingen i aksjemarkedet de siste år (Kaldestad og Møller, 2011, s. 121-122).

Vi har valgt å benytte markedets risikopremie slik den er estimert av Kjell Henry Knivsflå (Knivsflå, 2019, F. 10, s. 41). Knivsflå har estimert normalisert markedsrisikopremie etter skatt til å være 5,1 prosent for samtlige år i vår analyseperiode bortsett fra i 2015, da den ble estimert til å være 5,2 prosent. For 2019 forutsetter vi at risikopremien vil bli som i 2018. Risikopremien er estimert ved å vekte kortsiktig årlig risikopremie med 1/3 og langsiktig årlig risikopremie med 2/3 slik det fremgår av tabellen under:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Gj. snitt
Kortsiktig årlig risikopremie	0,042	0,043	0,042	0,042	0,041	0,041	0,042
* Vekt	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667
+ Langsiktig årlig risikopremie	0,069	0,069	0,069	0,071	0,070	0,070	0,070
*Vekt	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
= Markedets risikopremie	0,051	0,052	0,051	0,052	0,051	0,051	0,051

Tabell 7.2 - Markedets risikopremie

7.2.3 Illikviditetspremie

Dersom et selskaps aksjer er lite omsatt, vil det kunne føre til at aksjeposter vil være vanskelig å få solgt, eller at aksjekursen vil kunne påvirkes relativt mye når aksjer selges. Derfor vil investorer i mindre likvide selskaper kreve en kompensasjon for svak likviditet (Meld, St. 21, 2014, s. 121). Dette omtales som en illikviditetspremie. Illikviditetspremien tar også hensyn til selskapsspesifikk risiko i det spesifikke selskapet, samt vridningseffekter av eierskatter, (Knivsflå, 2019, F. 10, s. 54). Etersom Europris er børsnotert og det er relativt spredt eierskap, anser vi aksjene som likvide og lett omsettelige. At aksjene har relativt spredt eierskap fremgår av aksjonærlisten presentert i kapittel 2.1.4. Hvilken illikviditetspremie investorer legger til grunn er vanskelig å måle, og den fastsettes derfor basert på skjønn. Vi legger til grunn en illikviditetspremie på 1 prosent for Europris.

7.2.4 Egenkapitalbeta

Beta uttrykker hvordan aksjeavkastningen til et selskap varierer i forhold til markedsavkastningen, og er slik et mål på systematisk risiko (Knivsflå, 2019, F. 10, s. 16). Betaverdien til egenkapitalen estimeres ved å dele kovariansen mellom aksjen og markedsindeksen på variansen til markedsindeksen (Kaldestad og Møller, 2011, s. 111):

$$\beta_{EK} = \rho * \frac{\sigma_r}{\sigma_m}$$

Der:

ρ = Korrelasjonen mellom avkastningen til selskapet og markedsindeksen

σ_r/σ_m = Volatiliteten på avkastningen til selskapet i forhold til volatiliteten til markedsavkastningen

Markedsindeksen har en beta på 1. Dersom et selskaps betaverdi er større enn 1 medfører det at volatiliteten til aksjen er større enn volatiliteten til markedsindeksen. En fullstendig risikofri

plassering vil ha null volatilitet, og følgelig ha en beta lik null. En aksje med en avkastning som utvikler seg i motsatt retning av markedsindeksen vil ha en negativ beta.

Ettersom Europris er børsnotert kan egenkapitalbeta estimeres basert på historiske data over utviklingen i aksjekursen. Dagens Næringsliv publiserer betaverdier for norske børsnoterte selskaper, men for å ta hensyn til vår valgte analyseperiode har vi valgt å estimere beta for Europris selv. Dette har blitt gjort ved å utarbeide en regresjonsanalyse, der vi har beregnet logaritmisk månedlig avkastning for Europris og Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX). OSEBX er satt som forklaringsvariabel, og Europris som responsvariabel. Perioden som er nyttet er fra 30.06.2015 til 30.09.2019. Følgelig blir perioden noe kortere enn analyseperioden for resten av oppgaven. Årsaken til dette er at Europris først ble børsnotert den 19.06.2015.

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95,0%	Øverste 95,0%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	-0,013812	0,0100553	-1,3735724	1,1757022	-0,0340084	0,006385	-0,0340084	0,00638498
X = OSEBX	0,55869665	0,3088368	1,8090352	0,0764598	-0,0616203	1,1790136	-0,0616203	1,17901362

Tabell 7.3 - Regresjonsutskrift fra excel

Regresjonsutskriften viser at egenkapitalbeta for Europris er 0,5587 i perioden. Følgelig har aksjekursen til Europris vært mindre volatil enn hovedindeksen i samme periode, og den estimerte betaverdien uttrykker at Europris sin aksjekurs har økt med 0,5587 prosent når hovedindeksen har økt med 1 prosent.

Over et lengre tidsrom kan det forventes at volatiliteten i aksjekursen, og dermed betaverdien vil nærme seg til markedsindeksen (Damodaran, 2012, s. 187). Derfor velger vi å normalisere betaestimatet ved å vekte det estimerte betaestimatet med markedsindeksens betaverdi på følgende måte:

$$\text{Justert } \beta_{EK} = \beta_{EK} * \left(\frac{2}{3}\right) + 1 * \left(\frac{1}{3}\right)$$

Justert egenkapitalbeta for Europris blir da:

$$\text{Justert } \beta_{EK} = 0,5587 * (2/3) + 1 * (1/3) = \mathbf{0,7058}$$

7.2.5 Beta til finansiell gjeld, finansielle eiendeler, netto finansiell gjeld og netto driftskapital

For å estimere betaverdier og avkastningskrav til kapitalene i balansen nyttes vektorer som er basert på justert gjennomsnittlig kapital. Dette gjøres da vi i rentabilitetsanalysen vil beregne rentabilitet basert på gjennomsnittlig kapital justert for opptent kapital i året. Vektene blir dermed regnet konsistent med hvordan vi regner rentabilitet (Knivsflå, 2019 F.10, s. 33). Vektingen gjøres ved bruk av følgende formel:

$$\text{Inngående kapital} + (\text{endring i kapital} - \text{nettoresultat til kapital})/2$$

Ved å nytte justert gjennomsnittlig kapital blir verdiene normalisert ved at store svingninger på starten eller slutten av året tas hensyn til. Ved at nettoresultatet til kapitalen trekkes ut får man så en rentabilitet som er konsistent med avkastningskravene (Knivsflå, 2019, F.10, s. 33).

Beta til finansiell gjeld

Beta til finansiell gjeld finnes implisitt ved bruk av følgende formel (Knivsflå, 2019, F. 10, s. 26):

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

Der:

mrd = markedsrisikodel

krp = kredittrisikopremien

mrp = markedsrisikopremien

Markedsrisikodelen er delen av kredittrisikopremien som korrelerer med markedsindeksen. For å beregne denne har vi benyttet forklaringskraften, (R^2), i regresjonen mellom egenkapitalavkastningen til Europris og markedsindeksen, og benyttet en justeringsfaktor for gjeldsavkastning på 1/3 (Knivsflå, 2019, F.10, s. 68).

Regression Statistics	
Multippel R	0,24785349
R-kvadrat	0,061431353
Justert R-kvadrat	0,04265998
Standardfeil	0,071151015
Observasjoner	52

Tabell 7.4 - Regresjonsutskrift i Excel 2

Estimert markedsrisikodel blir da:

$$\text{Mrd} = 0,06143 * (1/3) = \mathbf{0,0205}$$

Kredittrisikopremien er basert på den syntetiske ratingen som ble presentert i delkapittel 6.3, og markedsrisikopremien ble estimert i delkapittel 7.2.2. Som kredittrisikopremie har vi benyttet lang kredittrisikopremie etter skatt, hentet fra Kjell Henry Knivsflå sitt rammeverk (2019, F.10, s. 61). Estimert har vi justert noe i forhold til om det er en pluss- eller minusrating. Beta til finansiell gjeld over analyseperioden blir da som vist i tabell 7.5:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Gj.snitt
Syntetisk rating	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Kredittrisikopremie	0,020	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
* Markedsrisikodel i finansiell gjeld	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
/ Markedsrisikopremie	0,051	0,052	0,051	0,052	0,051	0,051	0,051
= Finansiell gjeldsbeta	0,008	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006

Tabell 7.5 - Finansiell gjeldsbeta

Beta til finansielle eiendeler

For å beregne beta til finansielle eiendeler benyttes følgende formel:

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

Kontanter, fordringer og investeringer har ulik risiko og dermed ulik beta. Beta til finansielle eiendeler fremkommer dermed ved å vekte de ulike finansielle eiendelene med sine respektive betaverdier. Det forutsettes at kontanter er risikofrie slik at beta til kontanter er null. Dermed faller det første leddet i formelen bort. Finansielle investeringer forutsettes å ha en beta lik 1. Finansielle fordringer er utsatt for kredittrisiko, og beta for finansielle fordringer beregnes på følgende måte:

$$\beta_{FOR} = \frac{KRP \text{ for fordringer} * mrd}{mrp}$$

Som kredittrisikopremie for fordringer har vi forutsatt at fordringene er korte og har rating BBB. Markedsrisikodelen som er nyttet er den samme som ble nyttet ved beregning av finansiell gjeldsbeta. Finansiell eiendelsbeta for analyseperioden fremkommer av tabell 7.6:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Gj.snitt
Kontantbeta	0	0	0	0	0	0	0
* Kontantvekt (KON/FE)	0,9385	0,9742	0,9964	0,9986	0,9982	0,9962	0,9837
+ Fordringsbeta	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040
* Fordringsvekt (FOR/FE)	0,0596	0,0248	0,0028	0,0000	0,0000	0,0000	0,0145
+ Investeringsbeta	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
* Investeringsvekt (INV/FE)	0,0019	0,0011	0,0008	0,0014	0,0018	0,0038	0,0018
= Finansiell eiendelsbeta	0,0021	0,0011	0,0008	0,0014	0,0018	0,0038	0,0018

Tabell 7.6 - Finansiell eiendelsbeta

Beta til netto finansiell gjeld

Beta til netto finansiell gjeld beregnes ved å vekte egenkapitalbeta og finansiell gjeldsbeta på følgende måte (Knivsfå, 2019, F.10, s. 71):

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

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Gj.snitt
Finansiell gjeldsbeta	0,008	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,0060
*(FG/NFG)	1,0911	1,1183	1,1784	1,2064	1,1753	1,0717	1,1402
- Finansiell eiendelsbeta	0,0021	0,0011	0,0008	0,0014	0,0018	0,0038	0,0018
* FE/NFG	0,0911	0,1183	0,1784	0,2064	0,1753	0,0717	0,1402
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,0086	0,0061	0,0065	0,0064	0,0063	0,0058	0,0066

Tabell 7.7 - Netto finansiell gjeldsbeta

Beta til netto driftskapital

Nå som egenkapitalbeta og netto finansiell gjeldsbeta er estimert, kan beta til netto driftskapital beregnes ved bruk av følgende formel (Knivsfå, 2019, F.10, s. 75):

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

Etttersom vi kun har estimert egenkapitalbeta for hele analyseperioden, kan beta til netto driftsbeta i utgangspunktet kun beregnes for hele analyseperioden. Imidlertid er verdien av et

selskap uavhengig av hvordan selskapet er finansiert i henhold til Miller & Modigliani sin første proposisjon (Berk & DeMarzo, 2011, s. 455). Implikasjonen av proposisjonen er at netto driftsbeta vil være konstant. I praksis er innholdet i proposisjonen urealistisk, ettersom det gis fradrag for gjeldsrenter i skatten. Dette blir likevel tatt hensyn til indirekte i form av at selskapets vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad beregnes etter skatt. Videre vil driftsbeta være høyere dersom et selskap er i finansiell krise (Knivsflå, 2019, F.10, s. 77). Ingen av de komparative selskapene er, eller har vært i finansiell krise i analyseperioden. Følgelig vil gjennomsnittlig netto driftsbeta, som beregnes ved bruk av egenkapitalbeta over hele perioden, nyttes som netto driftskapitalbeta for hvert enkelt år i analyseperioden. Beta til netto driftskapital for analyseperioden fremgår av tabell 7.8:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Gj.snitt
Egenkapitalbeta, justert	?	?	?	?	?	?	0,7058
* EK/NDK	0,2486	0,2879	0,3295	0,3545	0,3530	0,3258	0,3165
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,0086	0,0061	0,0065	0,0064	0,0063	0,0058	0,0066
* NFG/NDK	0,7514	0,7121	0,6705	0,6455	0,6470	0,6742	0,6835
= Netto driftsbeta	0,2279	0,2279	0,2279	0,2279	0,2279	0,2279	0,2279

Tabell 7.8 - Netto driftsbeta

Egenkapitalbeta

Dermed blir egenkapitalbeta for hvert enkelt år som vist i tabell 7.9:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Gj.snitt
Beta NDK	0,2279	0,2279	0,2279	0,2279	0,2279	0,2279	0,2279
-Beta NFG *(NFG/NDK)	0,0064	0,0043	0,0043	0,0041	0,0041	0,0039	0,0045
*(NDK/EK)	4,0230	3,4734	3,0350	2,8209	2,8331	3,0696	3,2092
= Egenkapitalbeta	0,8910	0,7767	0,6786	0,6313	0,6341	0,6877	0,7166

Tabell 7.9 - Egenkapitalbeta

7.3 Avkastningskrav

7.3.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

Nå som de ulike komponentene i kapitalverdimodellen er estimert, kan kapitalverdimodellen nyttes til å estimere avkastningskravet til egenkapitalen for årene i analyseperioden:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Gj.snitt
Risikofri rente etter skatt	0,0124	0,0055	0,0040	0,0065	0,0085	0,0058	0,0071
+ Justert egenkapitalbeta	0,8910	0,7767	0,6786	0,6313	0,6341	0,6877	0,7166
* Markedsrisikopremie	0,0510	0,0517	0,0510	0,0517	0,0507	0,0507	0,0511
+ illikviditetspremie	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100
= Egenkapitalkrav	0,0678	0,0556	0,0486	0,0491	0,0506	0,0506	0,0537

Tabell 7.10 – Egenkapitalkrav

7.3.2 Finansielle avkastningskrav

Avkastningskrav til finansiell gjeld

Avkastningskravet til finansiell gjeld beregnes som summen av risikofri rente etter skatt og kredittrisikopremien. Kredittrisikopremien er basert på den syntetiske ratingen fra kapittel 6.3, og vi nytter lang kredittrisikopremie etter skatt (Knivsfå (2019, F.10, s. 61). De årlige kravene følger av tabell 7.11.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Gj.snitt
Syntetisk rating	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente etter skatt	0,0124	0,0055	0,0040	0,0065	0,0085	0,0058	0,0071
+ Kredittrisikopremie	0,0200	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140
= Krav til finansiell gjeld	0,0324	0,0195	0,0180	0,0205	0,0225	0,0198	0,0221

Tabell 7.11 - Avkastningskrav til finansiell gjeld

Avkastningskrav til finansielle eiendeler

Avkastningskravet til finansielle eiendeler beregnes ved å vekte kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet. Kontantkravet settes til risikofri rente etter skatt. Vi forutsetter at fordringene er korte og har rating BBB. For investeringene forutsettes det at beta er lik 1 og at det ikke er illikviditetspremie knyttet til investeringene (Knivsfå, 2019, F.10, s. 64). Markedsrisikopremien som nyttes ble presentert i delkapittel 7.2.2. Finansielt eiendelskrav blir dermed som beregnet i tabell 7.12:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Gj.snitt
Kontantkrav ($rf * (1-s)$)	0,0124	0,0055	0,0040	0,0065	0,0085	0,0058	0,0071
* Kontantvekt (KON/FE)	0,9385	0,9742	0,9964	0,9986	0,9982	0,9962	0,9837
= + Fordringskrav ($rf*(1-s)+krp$ fordringer)	0,0224	0,0155	0,0140	0,0165	0,0185	0,0158	0,0171
Fordringsvekt (FOR/FE)	0,0596	0,0248	0,0028	0,0000	0,0000	0,0000	0,0145
+ Investeringskrav ($rf * (1-s) + m_{rp}$)	0,0634	0,0571	0,0550	0,0581	0,0591	0,0564	0,0582
*Investeringsvekt (INV/FE)	0,0019	0,0011	0,0008	0,0014	0,0018	0,0038	0,0018
= Finansielt eiendelskrav	0,0131	0,0058	0,0040	0,0065	0,0086	0,0060	0,0073

Tabell 7.12 - Avkastningskrav til finansielle eiendeler

Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Avkastningskravet til netto finansiell gjeld beregnes ved å vekte finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav med de tilhørende kapitalene, slik det fremgår av tabell 7.13.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Gj.snitt
fgk	0,0324	0,0195	0,0180	0,0205	0,0225	0,0198	0,0221
* (FG/NFG)	1,0911	1,1183	1,1784	1,2064	1,1753	1,0717	1,1402
- fek	0,0131	0,0058	0,0040	0,0065	0,0086	0,0060	0,0073
* FE/NFG	0,0911	0,1183	0,1784	0,2064	0,1753	0,0717	0,1402
= Netto finansielt gjeldskrav	0,0342	0,0211	0,0205	0,0233	0,0249	0,0208	0,0241

Tabell 7.13 - Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

7.3.3 Selskapskrav

Netto driftskravet finnes ved å vekte egenkapitalkravet og netto finansielt gjeldskrav med de tilhørende kapitalene:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Gj.snitt
Egenkapitalkrav	0,068	0,056	0,049	0,049	0,051	0,051	0,054
* EK/NDK	0,249	0,288	0,329	0,354	0,353	0,326	0,317
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,034	0,021	0,020	0,023	0,025	0,021	0,024
*NFG/NDK	0,751	0,712	0,671	0,646	0,647	0,674	0,683
=Netto driftskrav	0,043	0,031	0,030	0,032	0,034	0,030	0,033

Tabell 7.14 - Netto driftskrav

Kravet til sysselsatt kapital finnes ved vekting av egenkapitalkravet og finansielt gjeldskrav med de tilhørende kapitalene:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Gj.snitt
Egenkapitalkrav	0,068	0,056	0,049	0,049	0,051	0,051	0,054
* EK/SSK	0,233	0,266	0,294	0,313	0,317	0,311	0,289
+ Finansielt gjeldskrav	0,032	0,019	0,018	0,020	0,022	0,020	0,022
* FG/SSK	0,767	0,734	0,706	0,687	0,683	0,689	0,711
= Krav til sysselsatt kapital	0,041	0,029	0,027	0,029	0,031	0,029	0,031

Tabell 7.15 - Krav til sysselsatt kapital

7.3.4 Oversikt avkastningskrav

Under følger en oversikt over avkastningskravene som er blitt estimert i kapitlet:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Gj.snitt
Egenkapitalkrav	0,068	0,056	0,049	0,049	0,051	0,051	0,054
Krav til sysselsatt kapital	0,041	0,029	0,027	0,029	0,031	0,029	0,031
Netto driftskrav	0,043	0,031	0,030	0,032	0,034	0,030	0,033
Finansielt gjeldskrav	0,032	0,019	0,018	0,020	0,022	0,020	0,022
Finansielt eiendelskrav	0,013	0,006	0,004	0,007	0,009	0,006	0,007
Netto finansielt gjeldskrav	0,034	0,021	0,020	0,023	0,025	0,021	0,024

Tabell 7.16 - Oversikt avkastningskrav

8. Strategisk rentabilitetsanalyse

I dette kapitlet vil vi analysere lønnsomheten til Europris, ved at rentabilitet måles opp mot avkastningskravene til kapitalene som ble estimert i kapittel 7. Formålet med den strategiske rentabilitetsanalysen er å undersøke om Europris har en strategisk fordel eller -ulempe, samt avdekke kildene til den strategiske fordelen eller -ulempen. Det teoretiske grunnlaget for dette kapitlet bygger på rammeverket til Knivsflå (2019), og er supplert med regnskapsanalytelitteratur fra Petersen mfl. (2019) og Penman (2010).

Rentabilitet måles på bakgrunn av avkastningen til en bestemt kapital i form av en prosentvis rente (Knivsflå, F11, s. 5). Rentabilitet kan måles på bakgrunn av fullstendige eller normaliserte resultatposter. I en verdsettelsessammenheng ønsker vi å benytte oss av normaliserte resultat, da vi ønsker å avbilde rentabilitet fra den ordinære driften, hvilket er mer relevant for fremskrivning (Penman, 2010, s. 394). Vi nytter derfor de omgrupperte og justerte tallene fra kapittel 5. Kapitalen som resultatet skal måles på grunnlag av, vektes basert på justert gjennomsnittlig kapital. Dette er konsistent med måten kapitalene som inngikk i utregning av betaverdier og avkastningskrav i kapittel 7 ble beregnet. Formelen under benyttes (Knivsflå, 2019, F.11, s. 10):

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapitalen}}{\text{Kapital IB} + \frac{(\Delta\text{kapital i året} - \text{normalisert nettoresultat})}{2}}$$

8.1 Strategisk fordel

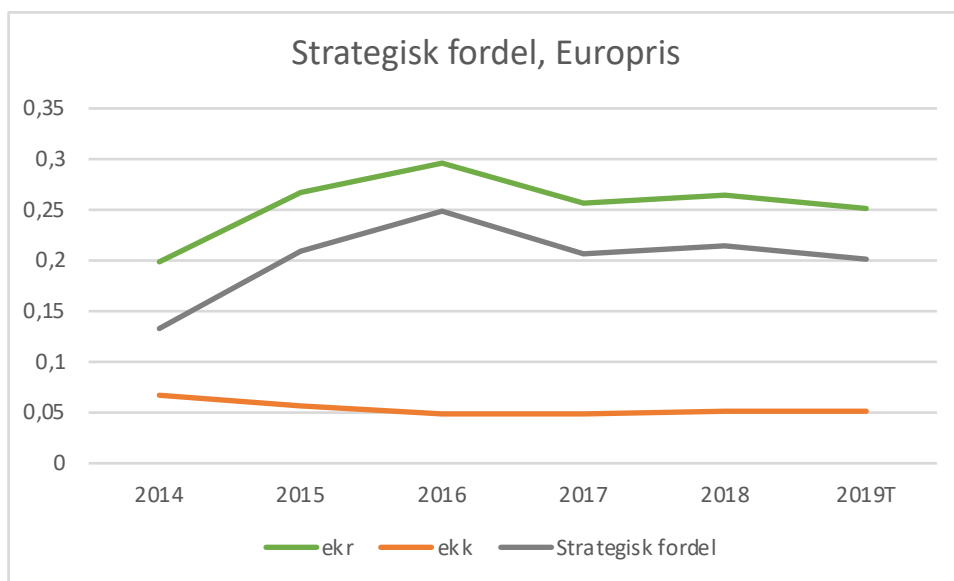
Strategisk fordel uttrykker at et selskap har egenkapitalrentabilitet (*ekr*) som overstiger avkastningskravet til egenkapitalen (*ekk*) (Knivsflå, 2019, F. 11, s. 23). Dette defineres også som superrentabilitet. Strategisk fordel for eierne i Europris over analyseperioden er presentert i tabell 8.1.

$$\text{Strategisk fordel} = \text{ekr} > \text{ekk}$$

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Vektet snitt
Egenkapitalrentabilitet (ekr)	0,1998	0,2661	0,2961	0,2565	0,2646	0,2518	0,2614
Egenkapitalkrav (ekk)	0,0678	0,0556	0,0486	0,0491	0,0506	0,0506	0,0514
Strategisk fordel / Superrentabilitet	0,1320	0,2105	0,2475	0,2075	0,2140	0,2012	0,2100

Tabell 8.1 - Strategisk fordel, Europris

Europris har hatt superrentabilitet gjennom hele analyseperioden, og tidsvektet gjennomsnittlig strategisk fordel er 21 prosent. Superrentabiliteten er imidlertid noe lavere i 2019T enn den har vært i perioden 2015 til 2018, men i perioden 2017-2019T har strategisk fordel vært relativt stabil. Grafisk fremstilling av utviklingen i superrentabilitet fremkommer av figur 8.1.



Figur 8.1 - Strategisk fordel, Europris

For å forstå utviklingen og kildene til superrentabilitet i perioden, vil den strategiske fordelene dekomponeres i en driftsfordel og en finansieringsfordel.

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

Driftsfordelen vil analyseres i delkapittel 8.2, og finansieringsfordelen vil analyseres i delkapittel 8.3.

8.2 Driftsfordel

Et selskap som har en netto driftsrentabilitet (*ndr*) som overstiger netto driftskrav (*ndk*) har en strategisk driftsfordel, som uttrykt i formelen under. Strategisk driftsfordel for Europris over analyseperioden fremkommer av tabell 8.2.

$$\text{Strategisk driftsfordel} = \text{netto driftsrentabilitet (ndr)} - \text{netto driftskrav (ndk)}$$

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Vektet snitt
Netto driftsrentabilitet	0,1061	0,1104	0,1133	0,1061	0,1089	0,0971	0,1061
Netto driftskrav	0,0425	0,0310	0,0297	0,0325	0,0340	0,0305	0,0323
Strategisk driftsfordel	0,0636	0,0794	0,0835	0,0737	0,0749	0,0666	0,0738

Tabell 8.2 - Strategisk driftsfordel

Tabell 8.2 viser at Europris har hatt en tidsvektet gjennomsnittlig strategisk driftsfordel på 7,38 prosent i analyseperioden. Etersom selskapet har hatt en positiv strategisk driftsfordel, har de hatt mulighet til å skalere denne fordelten opp ved gearing. Den girede strategiske driftsfordelen omtales da som en driftsfordel. Driftsfordel for Europris over analyseperioden er presentert i tabell 8.3.

$$\text{Driftsfordel} = \text{Strategisk driftsfordel} + (\text{Strategisk driftsfordel} * \text{netto finansiell gjeld})$$

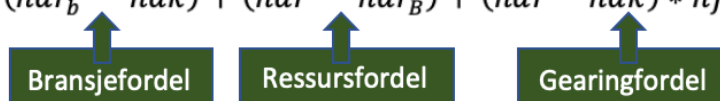
$$\text{Driftsfordel} = (\text{ndr} - \text{ndk}) + (\text{ndr} - \text{ndk}) * \text{nfgg}$$

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Vektet snitt
Strategisk fordel drift	0,0636	0,0794	0,0835	0,0737	0,0749	0,0666	0,0738
+ Gearingfordel	0,1922	0,1964	0,1700	0,1342	0,1374	0,1378	0,1504
= Driftsfordel	0,2558	0,2758	0,2535	0,2078	0,2123	0,2043	0,2241

Tabell 8.3 – Driftsfordel

Videre kan den rene strategiske driftsfordelen dekomponeres i en bransjefordel og en ressursfordel. Følgelig består den girede driftsfordelen av en bransjefordel, en ressursfordel og en gearingfordel, som uttrykt i formelen under (Knivsflå, 2019, F. 12, s. 3):

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



Der: ndr_b = Netto driftsrentabilitet for bransjen, ndr = netto driftsrentabilitet, ndk = netto driftskrav, $nfgg$ = netto finansiell gjeldsgrad.

Dekomponert driftsfordel for Europris over analyseperioden er presentert i tabell 8.4.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Vektet snitt
Bransjefordel	0,0817	0,0847	0,0938	0,1029	0,1032	0,1245	0,1041
+ Ressursfordel	-0,0181	-0,0053	-0,0103	-0,0292	-0,0283	-0,0579	-0,0304
= Strategisk fordel drift	0,0636	0,0794	0,0835	0,0737	0,0749	0,0666	0,0738
+ Gearingfordel	0,1922	0,1964	0,1700	0,1342	0,1374	0,1378	0,1504
= Driftsfordel	0,2558	0,2758	0,2535	0,2078	0,2123	0,2043	0,2241

Tabell 8.4 - Driftsfordel, dekomponert i bransje-, ressurs- og gearingfordel

De tre komponentene i driftsfordelen vil nå undersøkes nærmere.

8.2.1 Bransjefordel

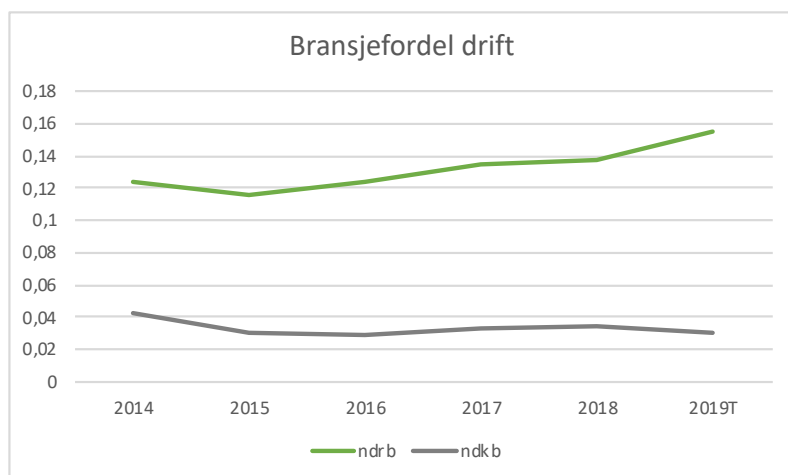
En bransjefordel oppstår dersom bransjen har en netto driftsrentabilitet som er høyere enn kravet (Knivslå, 2019, F. 11, s. 35):

$$\text{Bransjefordel} = ndr_B - ndk_B$$

I henhold til Modigliani & Millers første proposisjon er verdien av et selskap uavhengig av hvordan selskapet er finansiert (Berk & DeMarzo, 2011, s. 455). Siden selskapene som inngår i bransjesnittet er tilnærmet like antas det derfor at netto driftskrav for bransjen er tilsvarende som netto driftskrav for Europris. Vi forutsetter i denne utredningen at det er tilfellet. Bransjefordelen over analyseperioden fremkommer av tabell 8.5, og er illustrert grafisk i figur 8.2.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Vektet snitt
ndr_b	0,1242	0,1157	0,1235	0,1354	0,1372	0,1550	0,1364
ndk_b	0,0425	0,0310	0,0297	0,0325	0,0340	0,0305	0,0323
Bransjefordel drift	0,0817	0,0847	0,0938	0,1029	0,1032	0,1245	0,1041

Tabell 8.5 - Bransjefordel drift



Figur 8.2 - Bransjefordel, drift

Tidsvektet gjennomsnittlig bransjefordel fra drift for analyseperioden er 10,41 prosent. Dette stemmer med vår forventning. Fra den eksterne bransjeorienterte analysen i kapittel 4.2 kom det fram at selskapene i bransjesnittet oppnår vesentlige stordriftsfordeler gjennom store innkjøp og effektiv lagerstyring, samt høyere marginer som følge av høy andel egne merkevarer. I tillegg er tilgangen på attraktive butikklokaler begrenset. Dette er faktorer som gjør det utfordrende for nyetablerere å etablere seg i bransjen, da de gjerne vil få en ressursulemp. Videre har bvu-aktørene vokst på bekostning av faghandel, og slik økt sitt kundegrunnlag. Markedet har også vært i sterk vekst, slik at aktørene har kunnet vokse uten å kapre markedsandeler fra hverandre.

8.2.2 Ressursfordel

Et selskap som oppnår høyere rentabilitet enn bransjesnittet vil ha en ressursfordel (Knivsfå, 2019, F. 11, s. 36). En ressursfordel kan stamme fra en unik organisasjonskultur, spesielt dyktige ansatte, varehusenes lokalisering, effektiv bruk av teknologi, eller andre ressurser som gjør at en virksomhet skiller seg positivt fra sine konkurrenter. For å kunne beholde en ressursfordel over tid, må ressursen som danner grunnlaget for fordelene være vanskelig for konkurrentene å imitere, eller være ikke-imiterbar (Baardsen mfl., 2016, s. 158). Matematisk uttrykkes en ressursfordel slik:

$$\text{Ressursfordel drift} = (ndr - ndr_B) + (ndk - ndk_B)$$

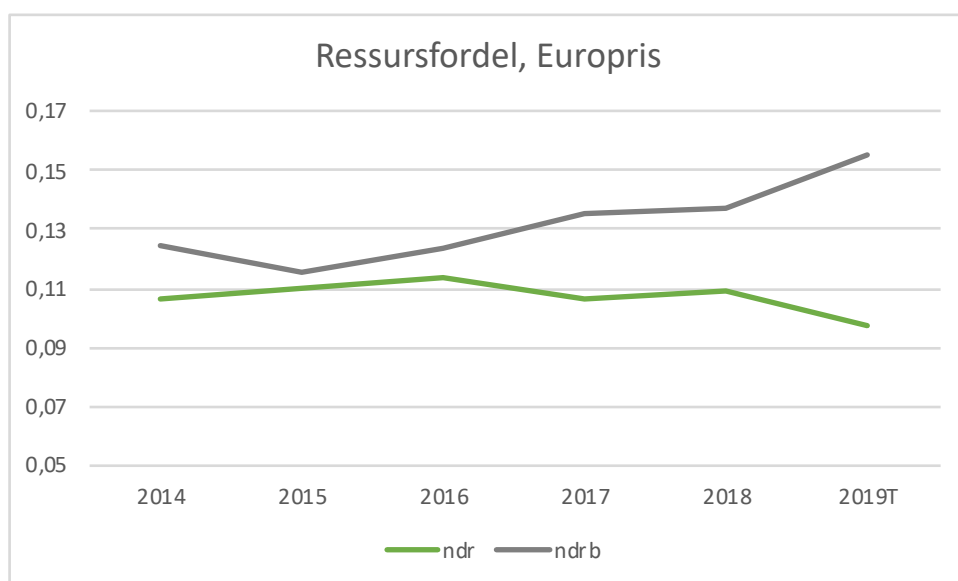
Ettersom vi har forutsatt at netto driftskrav for Europris og bransjen er likt, faller det siste leddet bort, slik at ressursfordelen kan uttrykkes slik:

$$\text{Ressursfordel} = \text{ndr} - \text{ndr}_B$$

Tabell 8.6 presenterer ressursfordelen til Europris over analyseperioden.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Vektet snitt
ndr	0,1061	0,1104	0,1133	0,1061	0,1089	0,0971	0,1061
ndrb	0,1242	0,1157	0,1235	0,1354	0,1372	0,1550	0,1364
Ressursfordel drift	-0,0181	-0,0053	-0,0103	-0,0292	-0,0283	-0,0579	-0,0304

Tabell 8.6 - Ressursfordel drift, Europris



Figur 8.3 - Ressursfordel, Europris

Tabell 8.6 viser at Europris har hatt en ressursulempen samtlige år i analyseperioden. Ulempen er spesielt stor i 2019T, og er på 5,79 prosent. I den interne ressursbaserte analysen i kapittel 4.3, konkluderte vi med at Europris sin goodwill-post på i overkant av 1,6 milliarder, vil være kilde til en moderat omløpsulempen. Videre har selskapet immaterielle eiendeler i form av varemerke og programvare. I 2019T utgjorde de immaterielle eiendelene i overkant av 2 milliarder kroner, der goodwill alene utgjorde like over 1,6 milliarder kroner. Til sammenligning hadde Clas Ohlson immaterielle eiendeler for NOK 427 millioner, Rusta for NOK 24,4 millioner og Jula null i sine balanser i 2019T. De immaterielle eiendelene til Europris er ikke finansiert med driftsrelatert gjeld. Dette gjør at Europris har langt mer netto driftseiendeler enn bransjen, og en større kapital å måle rentabilitet på. En lavere netto driftsrentabilitet for Europris enn for bransjen, kan tyde på at Europris oppnår svak lønnsomhet på sine immaterielle eiendeler.

For å undersøke hva ressursulempen skyldes, vil ressursfordelen i det følgende dekomponeres i en marginfordel og en omløpsfordel (Penman, 2010, s. 372). Dette gjøres ved bruk av DuPont- modellen, ved bruk av følgende formel (Petersen mfl., 2017, s. 141):

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



Der: ndm = netto driftsmargin (netto driftsresultat/driftsinntekter), $onde$ = omløpet til netto driftseiendeler (driftsinntekter/ netto driftseiendeler)

Marginfordel

En marginfordel oppstår dersom en virksomhet har lavere driftskostnader enn hva som er tilfellet for bransjen, målt i forhold til driftsinntektene (Knivsflå, 2019, F.12, s. 28).

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

Tabell 8.7 viser marginfordel for Europris over analyseperioden.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Vektet snitt
ndm	0,1031	0,0999	0,0953	0,0850	0,0832	0,0718	0,0852
ndm _B	0,0773	0,0697	0,0680	0,0701	0,0681	0,0707	0,0698
= Marginfordel uvektet	0,0258	0,0303	0,0273	0,0149	0,0152	0,0011	0,0155
* Onde	1,0293	1,1047	1,1884	1,2483	1,3085	1,3518	1,2026
Marginfordel	0,0266	0,0334	0,0324	0,0186	0,0199	0,0014	0,0186

Tabell 8.7 – Marginfordel, Europris

Tabell 8.7 viser at Europris har hatt en marginfordel samtlige år i analyseperioden. For å avdekke kildene til den uvektede marginfordelen, nytttes common-size-analyse. I analysen måles resultatpostene i andel av driftsinntektene for både Europris og bransjen. Derneft trekkes beregnet andel for den enkelte resultatpost for bransjen fra den beregnede andelen for samme resultatpost for Europris (Petersen mfl., 2017, s. 161). Resultatet fra analysen følger av tabell 8.8.

Common size resultat	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Vektet snitt
Driftsinntekter	0	0	0	0	0	0	0
Personalkostnader	-0,0346	-0,0281	-0,0317	-0,0295	-0,0325	-0,0252	-0,0296
Øvrige driftskostnader	-0,0014	-0,013	-0,0067	-0,0061	0,0078	0,0176	0,0027
Driftsresultat fra egen virksomhet	0,036	0,0411	0,0384	0,0356	0,0247	0,0076	0,0269
Driftsrelatert skattekostnad	0,0097	0,0109	0,0101	0,0093	0,0068	0,0027	0,0073
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	0,0263	0,0303	0,0283	0,0263	0,0179	0,0049	0,0195
Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	-0,0004	0	-0,001	-0,0114	-0,0027	-0,0038	-0,0041
Netto driftsresultat	0,0258	0,0303	0,0273	0,0149	0,0152	0,0011	0,0155

Tabell 8.8 - Common size analyse, Europris

Analysen viser at Europris har hatt lavere driftskostnader per driftsinntektskrone enn bransjen i hele analyseperioden, men noe høyere driftsrelatert skattekostnad. Dette følger av at selskapsskattesatsen har vært lavere i Sverige samtlige år i analyseperioden. Videre har bransjen høyere nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter enn Europris. Hovedkilden til marginfordelen til Europris i perioden 2014 til 2018 er følgelig lavere driftskostnader. Ved å splitte de øvrige driftskostnadene ville man fått ytterligere innsikt, men som følge av ulik rapportering og sammenslåtte poster i resultatregnskapene, lar ikke dette seg gjøre.

Fra tabell 8.8 ser vi at den største kilden til marginfordelen til Europris er lavere personalkostnader per krone tjent enn for gjennomsnittsbransjen. Dette kan ha med realitetene å gjøre. Årsaken må i tilfelle enten være at Europris sine ansatte har lavere lønninger enn de ansatte i de komparative virksomhetene, at Europris har lavere bemanning i sine butikker, eller en kombinasjon. Dersom Europris gir lavere lønninger til sine ansatte enn de komparative selskapene, burde det tilsi at Europris har mindre kompetent arbeidskraft. Dette kunne eksempelvis vært tilfellet dersom de komparative selskapene solgte produktgrupper som krevde mer spesifikk kunnskap, og at tilgangen på kompetent arbeidskraft er begrenset. Etter vår oppfatning er imidlertid dette ikke tilfelle, og vi mener dette ikke kan være årsaken. Vi viser her til analyse av butikkmedarbeidernes forhandlingsmakt i kapittel 4.2.2. Det kan være at Europris har færre ansatte i sine butikker enn de komparative selskapene, men som følge av at selskapene oppgir antall ansatte etter ulike måltall, har ikke vi lyktes i å avdekke om dette kan være en årsak. Rapporteringen varierer fra gjennomsnittlig antall ansatte gjennom regnskapsåret, til antall fulltidsansatte, og antall fulltidsansatte ekskludert midlertidige ansettelse. Selskapene oppgir ikke antall årsverk. En tredje mulighet er at Europris i større grad benytter innleid arbeidskraft, og da vil lønn til innleide inngå i andre driftskostnad (Bjørnenak, 2019). Vi har imidlertid ikke funnet noe som tyder på at dette er tilfellet, og forventer heller ikke at Europris har lavere bemanning i sine butikker enn de komparative selskapene.

Følgelig forventer vi at lavere personalkostnader for Europris enn for bransjen, skyldes *målefeil*. Som drøftet i kapittel 5.5.1 medfører manglende justering for konsolidering av franchiser at Europris sine driftsinntekter og personalkostnader er undervurdert. Dette gjør at Europris får en *kunstig* fordel på personalkostnadene, og gir opphav til en overvurdert marginfordel. Som følge av at vi mener fordelene knyttet til personalkostnader skyldes målefeil, velger vi å ikke vektlegge dette videre i utredningen. Sett bort fra denne målefeilen er tidsvektet marginfordel for Europris tilnærmet i paritet med bransjen over analyseperioden.

I 2018 og 2019 hadde Europris likevel en marginulempe knyttet til øvrige driftskostnader. I kapittel 4.5 konkluderte vi med en forventning om en kostnadsulempe for Europris i 2018 og 2019, og en forventning om paritet over analyseperioden. Argumentasjonen var at de komparative selskapene har effektivisert sine lagerfasiliteter, mens Europris har operert med fem lagerfasiliteter. Europris har vært i sterk vekst, og som presentert i kapittel 4.3 fremkommer det av selskapets kvartalsrapporter fra 2019, at selskapets lagerfasiliteter ikke lenger holder tritt med veksten. Selskapet har måttet leie lagercontainere, og dette har gått utover den daglige driften, og resultert i høyere kostnader (Dagens Næringsliv, 2019). På bakgrunn av dette konkluderte vi med en forventning om at dette ville vært kilde til en marginulempe for Europris i 2018 og 2019 i kapittel 4.3.2. Dette stemmer slik med vår forventning. Tidsvektet gjennomsnittlig uvektet marginulempe over analyseperioden knyttet til øvrige driftskostnader er imidlertid 0,27 prosent, og følgelig omtrent i paritet med bransjen. Dette samsvarer med vår forventning.

Europris har over analyseperioden hatt lavere nettoresultater fra driftstilknyttede selskaper enn bransjesnittet, og dette er isolert sett en kilde til en marginal marginulempe.

Følgelig er hovedkilden til marginfordelen til Europris en kunstig fordel knyttet til personalkostnader. Ettersom vi mener dette skyldes målefeil, mener vi at Europris ikke har hatt en marginfordel over analyseperioden. Selskapet har derimot hatt en marginal marginulempe. Hovedkilden til den reelle ressursulempen til Europris over analyseperioden er følgelig en omløpsulempe. Denne vil undersøkes i det følgende.

Omløpsfordel

Et selskap som har høyere omløp på sine netto driftseiendeler enn hva som er tilfellet for bransjen, vil ha en omløpsfordel. Dette er tilfellet dersom et selskap har høyere driftsinntekter per krone investert enn bransjen (Knivsfå, 2019, F. 12, s. 28).

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

Omløpsfordelen til Europris over analyseperioden fremkommer av tabell 8.9.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Vektet snitt
Onde	1,0293	1,1047	1,1884	1,2483	1,3085	1,3518	1,2549
Onde _B	1,6076	1,6601	1,8163	1,9308	2,0158	2,1907	1,9566
= Omløpsfordel, uvektet	-0,5783	-0,5554	-0,6280	-0,6825	-0,7073	-0,8389	-0,7017
* ndmb	0,0773	0,0697	0,0680	0,0701	0,0681	0,0707	0,0698
= Omløpsfordel	-0,0447	-0,0387	-0,0427	-0,0479	-0,0481	-0,0593	-0,0489

Tabell 8.9 – Omløpsfordel

Tabell 8.9 viser at Europris har hatt en tidsvektet gjennomsnittlig omløpsulempe på 4,89 prosent over analyseperioden. I kapittel 4.3.2 konkluderte vi med en forventning om en kapitalulempe for Europris, som følge av den store goodwillposten i selskapets balanse. Europris har hatt lavere omløp på sine netto driftseiendeler enn bransjen over hele analyseperioden. Europris har en relativt tung balanse med høy andel netto driftseiendeler sett i forhold til bransjen, og har ikke vært i stand til å oppnå like høyt omløp på sine netto driftseiendeler som bransjen. Dette stemmer med vår forventning. Imidlertid påvirkes også omløpet til netto driftseiendeler for Europris av at vi ikke har justert for konsolidering av franchiser. Dette skyldes at driftsinntektene vil være undervurdert, og følgelig ville omløpet til netto driftseiendeler for Europris trolig vært høyere dersom franchisene var konsolidert inn i konsernregnskapet. I hvilken grad en justering ville fått innvirkning avhenger imidlertid av hvem som sitter på leieavtalene av lokalene franchisebutikkene drives fra. Dette skyldes at netto driftseiendeler vil påvirkes av om det er Europris selv, eller franchisetaker som sitter på leieavtalene. Uavhengig av effekten av denne målefeilen, har Europris hatt en moderat omløpsulempe over analyseperioden.

8.2.3 Gearingfordel drift

Ettersom Europris har hatt en driftsfordel over hele analyseperioden, kan denne skaleres opp ved belåning (Penman, 2010, s. 372). Dette omtales som en gearingfordel. Den underliggende

fordelen stammer fra driften, og gearingfordelen anses derfor for å være driftsrelatert. Tabell 8.10 viser gearingfordel for Europris over analyseperioden.

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

Gearingfordel, drift	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Vektet snitt
Strategisk fordel drift (ndr-ndk)	0,0636	0,0794	0,0835	0,0737	0,0749	0,0666	0,0738
* Netto finansiell gjeldsgrad (nfgg)	3,0230	2,4734	2,0350	1,8209	1,8331	2,0696	2,0386
= Gearingfordel drift	0,1922	0,1964	0,1700	0,1342	0,1374	0,1378	0,1504

Tabell 8.10 - Gearingfordel drift

Europris har hatt en tidsvektet gjennomsnittlig gearingfordel fra driften på 15,04 prosent i analyseperioden. Generelt er det slik at høy netto finansiell gjeldsgrad i år med høy rentabilitet, bidrar til høy gearingfordel. Dette var tilfellet i 2015 og 2016, slik at gearingfordelen blir spesielt høy disse årene. Gearingfordelen påvirkes imidlertid av justeringen for operasjonelle leieavtaler, som fører til at finansiell gjeld økes. Følgelig vil gearingfordelen bli mindre ved beregning med ujusterte tall.

Til tross for at driftsfordelen skaleres opp ved bruk av gearing, er ikke det nødvendigvis verdiskapende for eierne. I henhold til Miller og Modiglianis første og andre proposisjon, er verdien av et selskap uavhengig av hvordan selskapet er finansiert, og egenkapitalkravet vil øke når gjeldsgraden øker, slik at den strategiske fordelene utlignes (Penman, 2010, s. 452).

8.2.4 Driftsfordel oppsummert

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Vektet snitt
Bransjefordel	0,0817	0,0847	0,0938	0,1029	0,1032	0,1245	0,1041
+ Ressursfordel	-0,0181	-0,0053	-0,0103	-0,0292	-0,0283	-0,0579	-0,0304
= Strategisk fordel drift	0,0636	0,0794	0,0835	0,0737	0,0749	0,0666	0,0738
+ Gearingfordel	0,1922	0,1964	0,1700	0,1342	0,1374	0,1378	0,1504
= Driftsfordel	0,2558	0,2758	0,2535	0,2078	0,2123	0,2043	0,2241

Tabell 8.11 - Driftsfordel oppsummert

Tidsvektet gjennomsnittlig driftsfordel for Europris i analyseperioden er 22,41 prosent. Driftsfordelen skyldes i hovedsak bransjefordelen som skaleres opp ved belåning. Europris har hatt en moderat ressursulempe, som følge av at selskapets goodwill-post gir opphav til lavere omløpshastighet på netto driftseiendeler enn hva som er tilfellet for bransjen.

Marginfordelen mener vi skyldes målefeil, og i realiteten mener vi Europris har hatt en tidsvektet marginal marginulempe over analyseperioden.

8.3 Finansieringsfordel

Dersom kravet til netto finansiell gjeld er høyere enn netto gjeldsrente vil det være en fordel for eierne av selskapet å øke netto finansiell gjeld, da netto finansieringen vil være rimelig (Knivsflå, F.11, s. 60). Dette vil i tilfelle være en ulempe for kreditor. Dersom selskapet har et høyere krav enn netto lånerenten, kan fordelene skaleres opp ved å øke netto finansiell gjeldsgrad, som formelen under uttrykker (Knivsflå, 2019, F. 11, s. 39):

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

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

Som følge av høy konkurranse i finansmarkedet, vil typisk både långivere og låntakere oppnå en rente som ligger tett opp til kravet. Vi vil i det følgende undersøke om dette er tilfellet for Europris.

Ettersom netto finansiell gjeld består av finansiell gjeld og finansielle eiendeler, kan finansieringsfordelen dekomponeres i en finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld, og en finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler. Det gir følgende uttrykk (Knivsflå, 2019, F. 11, s. 49):

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

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

En lånerente som er lavere enn kravet, medfører at et selskap har gode lånebetingelser og vil være en fordel for eierne. For de finansielle eiendelene er det en fordel for eierne dersom

rentabiliteten på de finansielle eiendelene er høyere enn kravet. En eventuell finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld kan skaleres opp ved å øke belåningen, og en eventuell finansiell eiendelsrentabilitet kan skaleres opp ved å øke andelen finansielle eiendeler. I de kommende delkapitler vil kildene til finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld analyseres separat.

8.3.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld

$$\text{Finansieringsfordel finansiell gjeld} = (fgk - fgr) * fgg$$

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Vektet snitt
Finansielt gjeldskrav (fgk)	0,0324	0,0195	0,0180	0,0205	0,0225	0,0198	0,0209
- Finansiell gjeldsrente	0,0707	0,0439	0,0210	0,0205	0,0211	0,0216	0,0259
= Finansiell gjeldsrentefordel	-0,0383	-0,0244	-0,0030	-0,0001	0,0014	-0,0019	-0,0049
* Finansiell gjeldsgrad	3,2986	2,7659	2,3981	2,1968	2,1544	2,2179	2,9279
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,1264	-0,0675	-0,0073	-0,0001	0,0030	-0,0041	-0,0145

Tabell 8.12 - Finansieringsfordel finansiell gjeld

Europris hadde en finansiell gjeldsrenteulempe alle år i analyseperioden bortsett fra i 2018. I 2018 oppnådde selskapet en rente lavere enn kravet, og dermed en finansieringsfordel knyttet til den finansielle gjelden. Europris refinansierte sine langsiktige banklån i juni 2015, og selskapet opplyser i årsrapporten fra 2015 om at lånevilkårene ble signifikant bedret. Dette anses som en sentral årsak til at finansiell gjeldsrente er høyere i 2014 og 2015 enn for etterfølgende år i analyseperioden.

Den finansielle gjeldsgraden er høy og skalerer ulempene og fordelene mye opp i analyseperioden. Finansiell gjeldsgrad påvirkes imidlertid i stor grad av justering for operasjonelle leieavtaler som ble utført i kapittel 5.5.1. Generelt vil det være en fordel med høy finansiell gjeldsgrad dersom et selskap oppnår en rente som er lavere enn kravet, og redusere bruken av gjeld dersom kravet er høyere enn gjeldsrenten som oppnås (Knivsflå, 2019, F. 11, s. 53). Det kan derfor argumenteres for at Europris burde hatt lavere finansiell gjeldsgrad alle år bortsett fra 2018, og spesielt i 2014 og 2015. Imidlertid påvirker den finansielle gjeldsgraden driftsfordelen som skaleres opp ved bruk av netto finansiell gjeld, som beskrevet i delkapittel 8.2.3. De to effektene må derfor ses i forhold til hverandre.

8.3.2 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

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

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Vektet snitt
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,0224	0,0133	0,0076	0,0059	0,0044	0,0124	0,0090
- Finansielt eiendelskrav	0,0131	0,0058	0,0040	0,0065	0,0086	0,0060	0,0068
= Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	0,0093	0,0076	0,0036	-0,0006	-0,0041	0,0064	0,0022
* Finansiell eiendelsgrad	0,2755	0,2925	0,3631	0,3759	0,3213	0,1483	0,1834
= Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,0026	0,0022	0,0013	-0,0002	-0,0013	0,0010	0,0004

Tabell 8.13 - Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Europris har oppnådd en rentabilitet på sine finansielle eiendeler som overstiger kravet samtlige år i analyseperioden, foruten i 2017 og 2018. Fordelene og ulempene er likevel svært små, og gjennomsnittlig tidsvektet finansieringsfordel for analyseperioden er 0,04 prosent.

8.3.3 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

$$\text{Finansieringsfordel netto finansiell gjeld} = (nfgk - nfgr) * nfgg$$

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Vektet snitt
Netto finansielt gjeldskrav (nfgk)	0,0342	0,0211	0,0205	0,0233	0,0249	0,0208	0,0230
- Netto finansiell gjeldsrente (nfgr)	0,0751	0,0475	0,0234	0,0235	0,0240	0,0223	0,0283
* Netto finansiell gjeldsgrad	3,0230	2,4734	2,0350	1,8209	1,8331	2,0696	2,6413
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	-0,1238	-0,0653	-0,0060	-0,0004	0,0017	-0,0032	-0,0141

Tabell 8.14 - Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Europris hadde en relativt stor finansieringsulempe på netto finansiell gjeld i årene 2014 og 2015, en mindre ulempe i årene 2016, 2017 og 2019T, og en liten fordel i 2018. Gjennomsnittlig tidsvektet finansieringsulempe på netto finansiell gjeld er 1,41 prosent for perioden.

8.3.4 Oppsummering finansieringsfordel

Som presentert i kapittel 8.3 er finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld lik summen av finansieringsfordelen til finansiell gjeld og finansieringsfordelen til finansielle eiendeler:

$$\text{Finansieringsfordel NFG} = \text{Finansieringsfordel FG} + \text{Finansieringsfordel FE}$$

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Vektet snitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,1264	-0,0675	-0,0073	-0,0001	0,0030	-0,0041	-0,0145
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,0026	0,0022	0,0013	-0,0002	-0,0013	0,0010	0,0004
= Finansieringsfordel	-0,1238	-0,0653	-0,0060	-0,0004	0,0017	-0,0032	-0,0141

Tabell 8.15 - Oppsummering finansieringsfordel

Fra tabell 8.15 fremkommer det at den sentrale årsaken til den relativt store finansieringsulempen i 2014 og 2015, er at selskapet hadde en finansiell gjeldsrente på den finansielle gjelden som var langt høyere enn kravet. I 2018 hadde selskapet en finansieringsfordel hovedsakelig som følge av at kravet til finansiell gjeld oversteg den finansielle gjeldsrenten, og høy netto finansiell gjeldsgrad skalerte opp denne fordelene. Stor finansieringsulempe de første årene i analyseperioden gjør likevel at tidsvektet gjennomsnittlig finansieringsulempe for analyseperioden er 1,41 prosent.

8.4 Oppsummering strategisk fordel

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Vektet snitt
Bransjefordel	0,0817	0,0847	0,0938	0,1029	0,1032	0,1245	0,1041
+ Ressursfordel	-0,0181	-0,0053	-0,0103	-0,0292	-0,0283	-0,0579	-0,0304
= Strategisk fordel drift	0,0636	0,0794	0,0835	0,0737	0,0749	0,0666	0,0738
+ Gearingfordel	0,1922	0,1964	0,1700	0,1342	0,1374	0,1378	0,1504
= Driftsfordel	0,2558	0,2758	0,2535	0,2078	0,2123	0,2043	0,2241
+ Finansieringsfordel	-0,1238	-0,0653	-0,0060	-0,0004	0,0017	-0,0032	-0,0141
= Strategisk fordel	0,1320	0,2105	0,2475	0,2075	0,2140	0,2012	0,2100

Tabell 8.16 - Oppsummering strategisk fordel

Europris sin strategiske driftsfordel stammer av bransjefordelen som skaleres opp ved belåning. Bransjefordelen har vært relativt stabil og *svært stor* over analyseperioden. Tidsvektet gjennomsnittlig bransjefordel over analyseperioden er 10,41 prosent. Dette er i tråd med forventning. Vi viser her til konklusjonene trukket fra PESTEL-analysen og Porter-analysen i kapittel 4.2.3. Bvu-aktørene har i perioden vokst på bekostning av faghandel. Bransjen har utkonkurrert lokal faghandel, og økt sitt kundegrunnlag. De store aktørene i bransjen oppnår vesentlige stordriftsfordeler, som sammen med den begrensede tilgangen på attraktive butikklokaler, gjør det svært utfordrende for nye aktører å etablere seg og konkurrere med aktørene i vårt bransjesnitt. Til tross for at antallet aktører i bransjen har økt, har det også vært vekst i kundeledet, slik at selskapene har kunnet vokse uten å kapre kunder fra hverandre.

Tallene viser videre at Europris har hatt en gjennomsnittlig tidsvektet ressursulempe på 3,04 prosent over analyseperioden. Den består av en tidsvektet gjennomsnittlig marginfordel på 1,86 prosent og en tidsvektet gjennomsnittlig omløpsulempe på 4,89 prosent.

Vi mener marginfordelen skyldes målefeil, som følge av at franchisebutikkene ikke er konsolidert inn i Europris-konsernet. Dette gir opphav til en kunstig fordel knyttet til personalkostnader. Hensyntatt dette mener vi Europris reelt sett har hatt en marginal tidsvektet marginulempe over analyseperioden.

Den sentrale årsaken til selskapets ressursulempe er den store goodwill-posten som gir opphav til en tung balanse å måle rentabilitet på. Goodwill er en driftseiendel, men er ikke finansiert med driftsrelatert gjeld, hvilket er naturlig. Følgelig har Europris langt høyere netto driftseiendeler enn de komparative selskapene, og selskapet har ikke evnet å oppnå tilsvarende rentabilitet på sin netto driftskapital. Dette resulterer i en omløpsulempe for Europris, og er den sentrale årsaken til selskapets ressursulempe. Dette er i tråd med vår forventning. Vi viser her til VRIO-analysen i kapittel 4.3.1 og konklusjonene trukket fra den interne ressursbaserte analysen i kapittel 4.3.2.

Europris har en gjennomsnittlig tidsvektet finansieringsulempe over analyseperioden på 1,41 prosent, som i all hovedsak skyldes dårlige lånevilkår i årene før selskapet fikk refinansiert sitt langsiktige banklån i juni 2015.

Oppsummert har bvu-bransjen hatt en svært stor bransjefordel over analyseperioden, og Europris har hatt en moderat omløpsulempe. Marginfordelen mener vi skyldes målefeil, og vil ikke vektlegges videre i utredningen.

Fremover mener vi konkurransen i bvu-bransjen vil tilspisses. Dette er naturlig når det eksisterer en stor bransjefordel. Det har vært en sterk vekst i nyetableringer i bransjen de siste årene, men ettersom veksten i kundeledet også har vært stor, har det foreløpig gitt lite utslag i bransjens lønnsomhet. På sikt ventes likevel konkurransekraftene å virke, slik at bransjefordelen reduseres til en stor fordel på mellomlang sikt, og en liten fordel på lang sikt. Økt konkurranse fra rene netthandelsaktører ventes også å bidra til å redusere bransjefordelen.

Europris har i liten grad innflytelse på bransjefordelen og det er derfor ugunstig at det nettopp er bransjefordelen som er grunnlaget for den strategiske fordel til selskapet. Ved økt konkurranse vil bransjefordelen reduseres, og Europris vil da kunne være avhengig av å redusere sin ressursulempe for å oppnå en strategisk fordel i fremtiden.

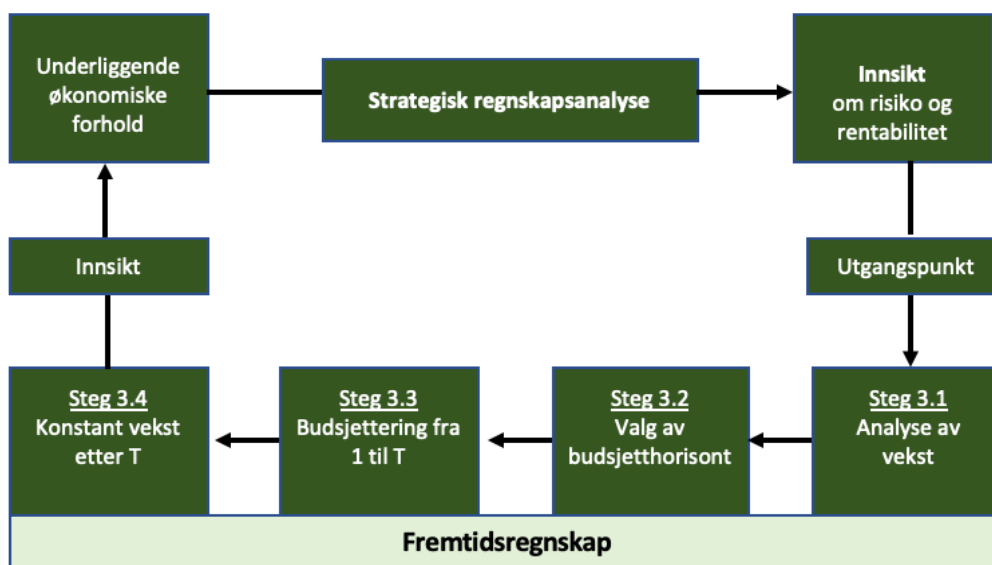
9. Fremtidsregnskap

I dette kapittelet vil fremtidsregnskap og fremtidskrav for Europris utarbeides. Dette vil danne grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. Innsikt fra den strategiske analysen i kapittel 4, analyse av risiko i kapittel 6 og analyse av lønnsomhet i kapittel 8, danner grunnlaget for utarbeidelse av fremtidsregnskap (Knivsflå, 2019, F.14, s. 6).

Fremtidsregnskapet utarbeides ved å budsjettere fremtidige resultatregnskap, balanser og frie kontantstrømmer. Fremtidskravene som nyttes er estimert i kapittel 10.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskapet

Rammeverket for utarbeidelse av fremtidsregnskap følger av figuren under (Knivsflå, 2019, F. 14, s. 5):



Figur 9.1 - Rammeverk for utarbeidelse av fremtidsregnskap

Utarbeidelsen av fremtidsregnskapet består av fire steg. I det første steget analyseres historisk vekst, som vil gi nyttig innsikt i hvilken vekst som kan forventes i fremtiden (Knivsflå, F. 14, s. 8). I steg 2 fastsettes budsjett horisonten for budsjett driverne. Dette dreier seg om å fastsette året når budsjett driverne forventes å gå over i en konstant vekstrate. Dette året vil benevnes som år T videre i utredningen. I steg 3 velges budsjett drivere, og driverne budsjetteres fra år 1 til T. I det siste steget fastsettes den konstante vekstraten for Europris etter år T. Dette rammeverket samsvarer med annen verdsettelseslitteratur, og det teoretiske grunnlaget for dette kapittelet vil bygge på Penman (2010) og Damodaran (2012).

9.2 Analyse av historisk vekst

Formålet med å analysere historisk vekst er at dette vil kunne gi innsikt om hvilken vekst en virksomhet vil kunne forvente i fremtiden. Analyse av vekst gjennomføres ved analyse av resultatvekst og kapitalvekst over analyseperioden (Knivsflå, 2019, F. 14, s. 19).

9.2.1 Resultatvekst

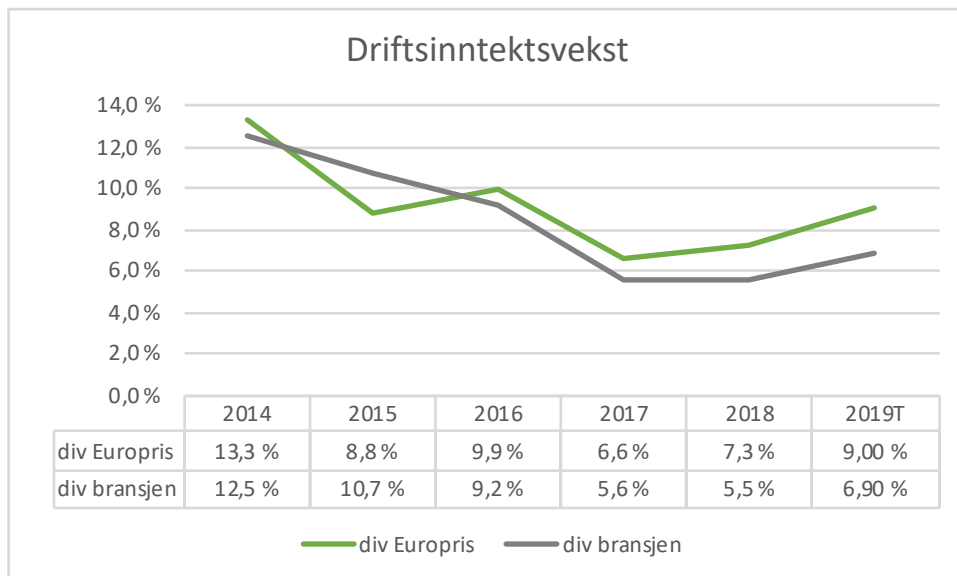
Resultatvekst analyseres ved analyse av historisk vekst i driftsinntektene. Driftsinntektsvekst har vesentlig betydning for en virksomhets fremtidige størrelse, og kan ses på som den grunnleggende budsjettdriveren (Knivsflå, 2019, F. 14, s. 7-8). Driftsinntektsvekst beregnes ved følgende formel:

$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

Der:

div = Driftsinntektsvekst

DI = Driftsinntekter



Figur 9.2 - Utvikling i driftsinntektsvekst

Tidsvektet gjennomsnittlig driftsinntektsvekst over analyseperioden er 8,4 prosent for Europris, og 7,3 prosent for bransjen. Videre ser vi at Europris har hatt høyere driftsinntektsvekst enn bransjen siden 2016, og spesielt i 2018 og 2019. Driftsinntektsveksten til både Europris og bransjen har imidlertid blitt redusert fra 2014 til 2019T. Dette kan tyde på at den store nyetableringen i bvu-bransjen har økt konsentrasjonen i aktørleddet relativt til konsentrasjonen i kundeleddet, og resultert i lavere vekst for aktørene. Imidlertid opplevde

både Europris og bransjen høyere driftsinntektsvekst i 2019T enn i 2018. Dette tyder på at manglende stordriftsfordeler og begrenset tilgang på attraktive butikklokaler gjør det utfordrende for nye aktører å vinne markedsandeler fra aktørene i vårt bransjesnitt. Bransjens evne til å kapre kunder fra andre handelsbransjer har også bidratt til driftsinntektsvekst.

9.2.2 Kapitalvekst

Driftsinntektsveksten kan ofte være ustabil, og for å få et helhetlig bilde er det også relevant å analysere kapitalveksten (Knivsfå, 2019, F. 14, s. 20). Vi vil derfor undersøke egenkapitalveksten til Europris over analyseperioden. Vi vil benytte normalisert egenkapitalvekst fremfor fullstendig egenkapitalvekst, slik at unormale poster utelates. Normalisert egenkapitalvekst er slik mer relevant for fremskrivning. Normalisert egenkapitalvekst uttrykkes slik (Knivsfå, 2019, F. 14, s. 27):

$$ekv = (1 - eku) * ekr$$

$$eku = \frac{NBU_t}{NRE_t}$$

Der: ekv = egenkapitalvekst, eku = tilbakeholdsgrad, ekr = egenkapitalrentabilitet, NBU = netto betalt utbytte, NRE = nettoresultat til egenkapitalen

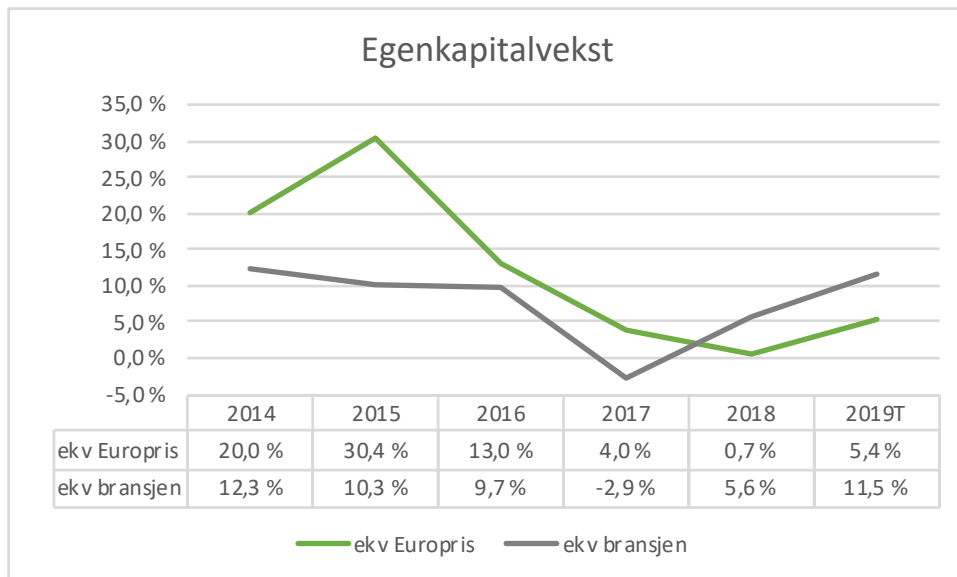
Formelen viser at egenkapitalveksten påvirkes av to forhold. Egenkapitalrentabilitet øker egenkapitalveksten, og egenkapitalveksten reduseres dersom utdelingsforholdet øker. Ved beregning av egenkapitalveksten har vi nyttet egenkapitalrentabilitet beregnet i kapittel 8. Egenkapitalveksten over analyseperioden for henholdsvis Europris og bransjen fremkommer av tabell 9.1 og tabell 9.2.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Vektet snitt
ekr Europris	0,200	0,266	0,296	0,257	0,265	0,252	0,261
* (1-eku)	1,000	1,144	0,440	0,154	0,026	0,216	0,318
ekv Europris	0,200	0,304	0,130	0,040	0,007	0,054	0,083

Tabell 9.1 - Normalisert egenkapitalvekst, Europris

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Vektet snitt
ekr bransjen	0,283	0,285	0,309	0,33	0,336	0,406	0,341
* (1-eku)	0,434	0,36	0,314	-0,086	0,168	0,284	0,2
ekv bransjen	0,123	0,103	0,097	-0,029	0,056	0,115	0,068

Tabell 9.2 - Normalisert egenkapitalvekst, bransjen



Figur 9.3 - Normalisert egenkapitalvekst

Som det fremkommer av tabell 9.1 og 9.2 har Europris hatt en tidsvektet historisk normalisert egenkapitalvekst på 8,3 prosent over analyseperioden, hvilket er 1,5 prosent høyere enn hva som er tilfellet for bransjen. Bransjen har imidlertid hatt høyere egenkapitalrentabilitet samtlige år i analyseperioden, hvilket medfører at det jevnt over er høyere utdelingsgrad som bidrar til at tidsvektet egenkapitalvekst er lavere for bransjen enn for Europris.

Europris hadde spesielt i 2014 og 2015 langt høyere egenkapitalvekst enn bransjen. Dette skyldes primært at Europris ikke betalte ut utbytte i 2014 og 2015, samt at det var netto kapitalinnskudd på MNOK 46,283 i 2015. Fra om med 2016 har Europris betalt ut utbytte, og netto betalt utbytte i perioden 2016 til 2019T har vært i størrelsesorden MNOK 233,756 til MNOK 404,437.

9.2.3 Valg av budsjettthorisont T

Fremtidsregnskapet budsjetteres i to perioder. Den første er perioden fram til Europris kommer i konstant vekst, og den andre er perioden med konstant vekst. Konstant vekst innebærer at veksten i hver enkelt budsjettdriver vil være konstant, og benevnes som «steady state». Europris har hatt høy vekst i driftsinntektene de første årene i analyseperioden, men noe lavere fra 2017 til 2019T. Imidlertid var driftsinntektsveksten økende i 2019T for både Europris og bransjen, og er fremdeles høy. Dette trekker i retning av at det vil kunne ta tid før Europris når «steady state».

Europris har mål om en nettoetablering av fem nye butikker årlig fremover i henhold til presentasjonen Europris la fram på sin «Capital Markets Day» i desember 2018 (Europris, 2018b). Videre anslo selskapet i 2015 langsiktig potensiale for antall Europris butikker i Norge for å være 320 til 330 butikker (Europris, 2017). Ved avleggelse av kvartalsrapport for tredje kvartal 2019 hadde selskapet 264 butikker. Dersom vi legger til grunn disse tallene vil det ta 11 til 13 år før Europris har nådd sitt tak for antall butikker i Norge.

Imidlertid har mye endret seg i bransjen siden 2015, og antallet butikker i bransjen har økt mye på bekostning av andre bransjer i varehandelen. I perioden 2008 til 2017 økte antall butikker i bransjen med 44,9 prosent (Hovedorganisasjonen Virke, 2019, s. 56). Økningen i konsentrasjonen i aktørleddet kan trekke i retning av at vekstpotensialet til Europris har blitt redusert siden 2015.

På den annen side har antallet fysiske butikker i Norge blitt redusert med 10,6 prosent fra 2008 til 2017. Faghandel representerer et substitutt for Europris, og at det blir færre butikker innen faghandel forventes å bidra til økt etterspørsel etter Europris sine varer. Imidlertid er økende netthandel en sentral årsak til at det går dårligere innen flere bransjer i varehandelen enn tidligere. Vi anser økende netthandel for å representere en trussel også for Europris, selv om Europris også har nettbutikk. Den store reduksjonen i antall fysiske butikker i Norge, vil imidlertid kunne slå ut i lavere husleiepriser på sikt. Dette gjør at Europris vil kunne satse på mindre butikker i kjøpesenter, slik at Europris City-konseptet vil kunne representere en vekstmulighet. Det kan imidlertid tenkes at Europris sine nye butikker i noen grad kannibaliserer salg i eksisterende butikker. Imidlertid har selskapet hatt relativt høy «like-for-like-vekst» de senere årene, hvilket illustrerer at selskapets eksisterende butikker opplever vekst. I 2018 var «like-for-like-veksten» på 2,2 prosent (Europris, 2019i, s. 6).

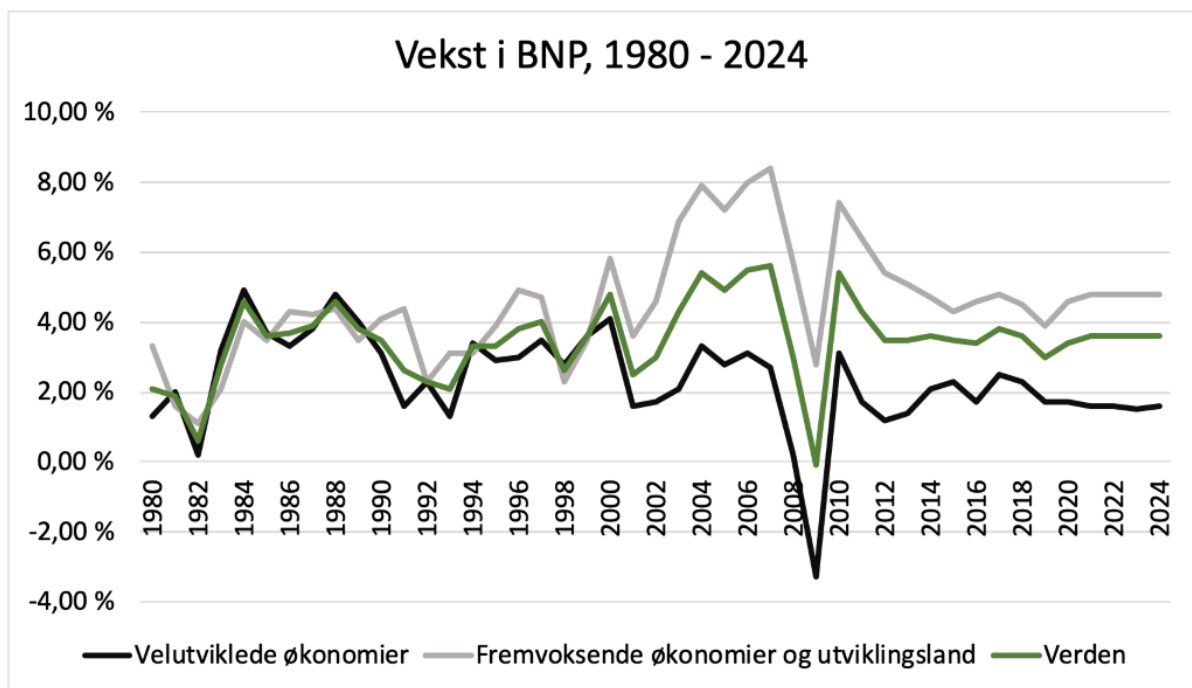
Europris har også mulighet til å ekspandere til andre land, ved å utnytte sin kjøpsopsjon på resterende 80 prosent av aksjene i Runsvengruppen, som eier den svenske bvu-aktøren ÖoB. I denne utredningen vil imidlertid ikke dette forholdet tas hensyn til. Årsaken er at det ville krevd en isolert strategisk analyse, samt en strategisk rentabilitetsanalyse av ÖoB, for å kunne si noe fornuftig om fremtidig strategisk fordel for Europris, ved et oppkjøp av ÖoB. Dette skyldes at vi ikke kjenner ÖoB sin eventuelle ressursfordel/ ulempe. Et oppkjøp vil også være å anse som en null-nåverdi-transaksjon.

På bakgrunn av diskusjonen over velger vi å legge til grunn en budsjettthorison T, på 12 år. Budsjettperioden strekker seg dermed fra 2020 til 2031. Året 2031 markerer følgelig overgangen til konstant vekst, «steady state».

Vi ønsker å påpeke at valg av budsjettthorison vil ha påvirkning på det endelige verdierestimatet i den fundamentale verdivurderingen, ettersom de fremtidige kontantstrømmene som legges til grunn vil være høyere dess lengre budsjettthorison T som velges. Det er utfordrende å forutse fremtiden, men vi mener argumentene våre trekker i retning av at en budsjettthorison på 12 år er rimelig.

9.2.4 Våre forventninger til fremtidig vekst

Sett i et langtidsperspektiv kan ingen virksomheter vokse raskere enn veksten i verdensøkonomien (Damodaran, 2012, s. 359). For å estimere en vekst som kan vedvare på lang sikt for Europris er realvekst i verdensøkonomien og global inflasjon nyttige utgangspunkt. Figuren under viser realvekst i verdensøkonomien, velutviklede økonomier og fremvoksende økonomier fra 1980 til i dag, samt prognose for realvekst fram til 2024. Prognosen er utarbeidet av OECD (IMF, 2019). Gjennomsnittlig vekst for 1980 til 2024 er 3,49 prosent.



Figur 9.4 - Realvekst BNP (IMF, 2019)

Periode	Velutviklede økonomier	Fremvoksende økonomier	Verden
1980 - 2018	2,33 %	4,54 %	3,49 %
1980 - 2024	2,44 %	4,52 %	3,49 %
2019 - 2024	1,62 %	4,62 %	3,47 %

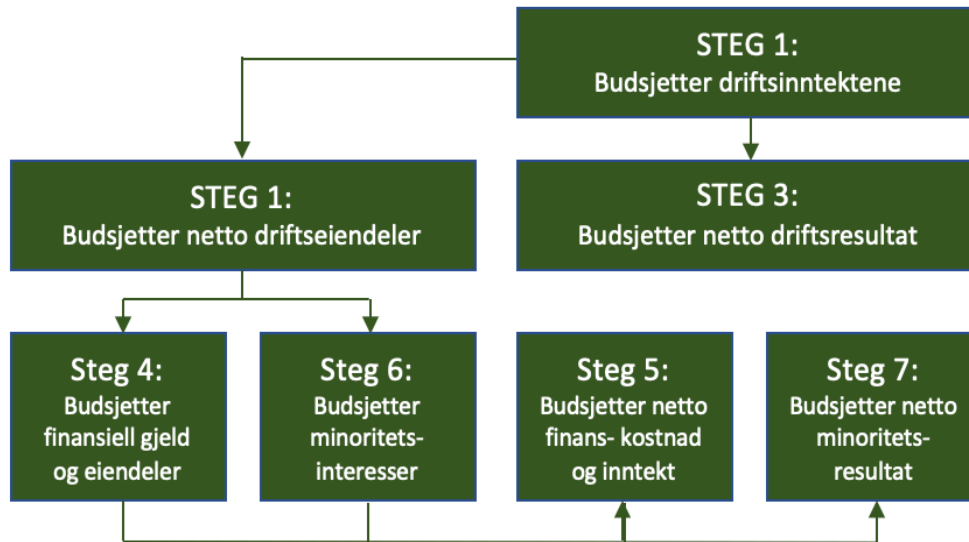
Tabell 9.3 - Realvekst BNP (IMF, 2019)

Som figur 9.4 illustrerer har realveksten i fremvoksende økonomier vært betydelig høyere enn realveksten i velutviklede økonomier de senere år, og har dermed bidratt til å dra opp snittveksten for verdensøkonomien. Prognosen legger til grunn at dette også vil være tilfelle i årene fremover. En generell regel er at veksten til en virksomhet på lang sikt ikke kan overstige veksten i økonomien som virksomheten opererer i (Damodaran, 2012, s. 359). Dette trekker i retning av at Europris som kun opererer i Norge, vil kunne forvente å oppnå en lavere vekst i «steady state» enn hva som er tilfelle for selskaper som opererer i utviklingsland. Videre er realvekst nært knyttet til rentenivå. Dersom estimatet på fremtidig realvekst er høyt, vil typisk fremtidig rentenivå være enda høyere, og dersom det forventes lav realvekst i fremtiden, vil forventningen til fremtidig rentenivå være enda lavere (Knivsflå, 2019, F. 14. s. 67). I dag er rentenivået internasjonalt historisk lavt, og følgelig taler dette for lav realvekst de kommende år. I tillegg må forventningen til fremtidig inflasjon tas hensyn til. Inflasjonsmålet til Norges Bank er 2 prosent. Tar vi utgangspunkt i gjennomsnittlig vekst i verdensøkonomien, samt global inflasjon, kan langsiktig vekst maksimalt settes til 6-7%. Vi venter imidlertid at Europris vil oppnå en prisvekst på nivå med inflasjonsmålet til Norges Bank eller noe lavere. Videre trekker det lave rentenivået i retning av svak realvekst i fremtiden. På bakgrunn av drøftelsen over, legger vi til grunn en vekstfaktor på 3 prosent i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.

9.3 Budsjettering fra 1 til T

Budsjettering av fremtidsregnskapet til Europris følger budsjettmodellen til Knivsflå (2019), som består av syv steg (Knivsflå, 2019, F.15, s. 5). Denne sammenfaller i stor grad med litteraturen til Penman (2010). Ved budsjettering vil vi konsentrere oss om de viktigste verdidriverne. Dette gjøres da det er stor usikkerhet ved framskrivning, og et mer detaljert fokus ikke nødvendigvis vil gjøre framskrivningen mer presis (Penman, 2010, s. 486). Ved beregning av nøkkeltall som inngår i fremtidsregnskapet vil balansepostene regnes på inngående kapital, i motsetning til i regnskapsanalysen der vi nyttet justert gjennomsnittlig kapital. Budsjettdriverne vil estimeres ut fra to hoved-budsjettpunkter, der det ene

budsjettpunktet er for mellomlang sikt og det andre er for lang sikt. Budsjettpunktet for mellomlang sikt settes til 2025, og budsjettpunktet for lang sikt settes til år 2031 (T). Mellom budsjettpunktene legges lineær utvikling til grunn (Knivsflå, 2019, F. 14, s. 50).



Figur 9.5 - Budsjetteringsmodell, (Knivsflå, 2019, F.14, s. 38)

9.3.1 Driftsinntekter

Driftsinntektene for det enkelte år estimeres ved følgende formel:

$$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$$

Som det fremgår av formelen må driftsinntektsveksten (*div*) estimeres, for å budsjettere de fremtidige driftsinntektene. Driftsinntektsveksten det første året i budsjettperioden fastsettes indirekte ved å fremskrive omløpet til netto driftseiendeler (Knivsflå, 2019, F. 14, s. 71). Vi bruker omløpet til netto driftseiendeler (*onde*), fremfor driftsinntektsveksten (*div*), som følge av at utviklingen i *onde* er mer stabil (Knivsflå, 2019, F. 14, s. 71). Omløpet til netto driftseiendeler for Europris i 2019T beregnet på inngående balanse er 1,327. Veksten i *onde* fra 2018 til 2019T var 4,9 prosent, men veksten har vært fallende fra 2014 til 2019. Gjennomsnittlig vekst i *onde* for perioden 2014 til 2019 beregnet på inngående balanse for netto driftseiendeler var 6,35 prosent. For å budsjettere driftsinntektsveksten for første budsjettår legges det til grunn en vekst i *onde* på 3 prosent, hvilket gir *onde* i budsjettpunkt 1 (2020) på 1,3668.

$$div_1 = DI_1 - DI_0 = \frac{(Onde_1 * NDE_0) - DI_0}{DI_0} = \frac{(1,3668 * 5\,056\,624) - 6\,338\,583}{6\,338\,583} = 0,09$$

Dette gir en driftsinntektsvekst på 9 prosent for første budsjettår. Dette er tilsvarende driftsinntektsveksten til Europris for 2019T, men noe høyere enn driftsinntektsveksten i 2018 og 2017. Som presentert i delkapittel 9.2.1 har Europris historisk hatt høy driftsinntektsvekst, og vi venter at dette vil være tilfellet også i fremtiden på kort sikt. Vi forventer at driftsinntektsveksten i 2020 vil være på nivå med veksten i 2019, og en driftsinntektsvekst på 9 prosent er i tråd med vår forventning. I budsjettår 2 (2021) venter vi at økende konkurranse vil resultere i noe lavere driftsinntektsvekst for Europris. I budsjettår to settes driftsinntektsveksten til 8,5 prosent. I budsjett punktet for mellomlang sikt (M) i 2025, budsjetterer vi med en vekst på 5 prosent. Vi forventer at den store bransjefordelen i buvbransjen gjør bransjen attraktiv for nyetablerere, og at konkurranseintensiteten i bransjen vil øke. Driftsinntektsveksten i budsjett punkt T (2031) settes til 3 prosent som presentert i kapittel 9.2.4. Mellom budsjett punkt 2 og budsjett punkt M, samt mellom budsjett punkt M og budsjett punkt T, legges lineær utvikling til grunn. Budsjettert driftsinntektsvekst og budsjetterte driftsinntekter fremgår av tabell 9.5.

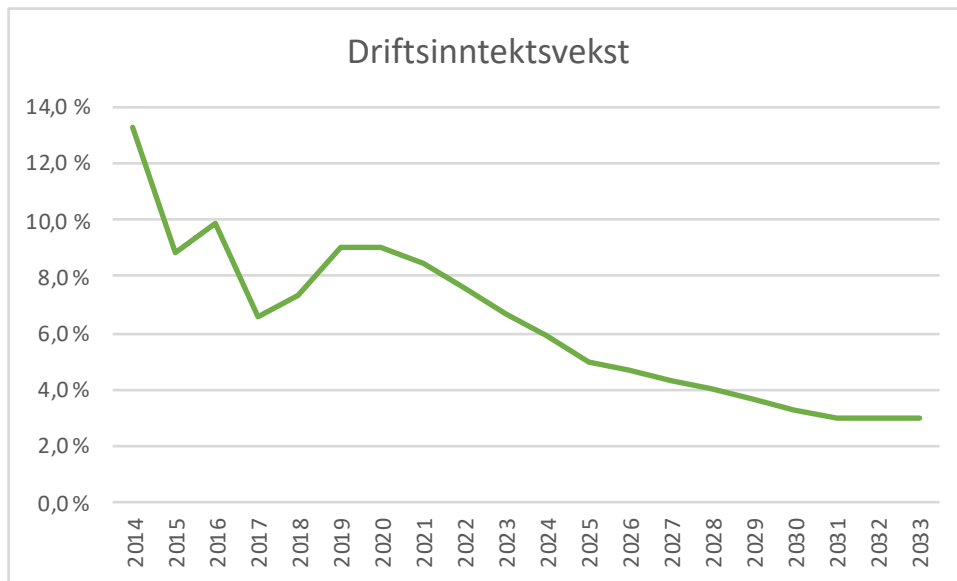
	Årstall	div
Budsjett punkt 1	2020	0,090
Budsjett punkt 2	2021	0,085
Budsjett punkt M	2025	0,050
Budsjett punkt T	2031	0,030

Tabell 9.4 – Budsjett punkt, driftsinntektsvekst

Punkt/ År	1 2020	2 2021	3 2022	4 2023	5 2024	M 2025	7 2026
Driftsinntekt t-1	6 338 583	6 911 454	7 498 928	8 070 721	8 615 495	9 121 655	9 577 738
* (1+div)	1,090	1,085	1,076	1,068	1,059	1,050	1,047
= Driftsinntekt t	6 911 454	7 498 928	8 070 721	8 615 495	9 121 655	9 577 738	10 024 699

Punkt/ År	8 2027	9 2028	10 2029	11 2030	T 2031	T+1 2032	T+2 2033
Driftsinntekt t-1	10 024 699	10 459 103	10 877 467	11 276 307	11 652 184	12 001 750	12 361 802
* (1+div)	1,043	1,040	1,037	1,033	1,03	1,03	1,03
= Driftsinntekt t	10 459 103	10 877 467	11 276 307	11 652 184	12 001 750	12 361 802	12 732 656

Tabell 9.5 - Budsjetterte driftsinntekter



Figur 9.6 – Historisk og fremskrevet driftsinntektsvekst

9.3.2 Netto driftseiendeler

Netto driftseiendeler budsjetteres ved å dividere de budsjetterte driftsinntektene på prognosen for omløpet til netto driftseiendeler, som uttrykt i formelen under (Knivsflå, 2019, F. 15, s. 8):

$$NDE_{t-1} = \frac{DI_t}{Onde_t}$$

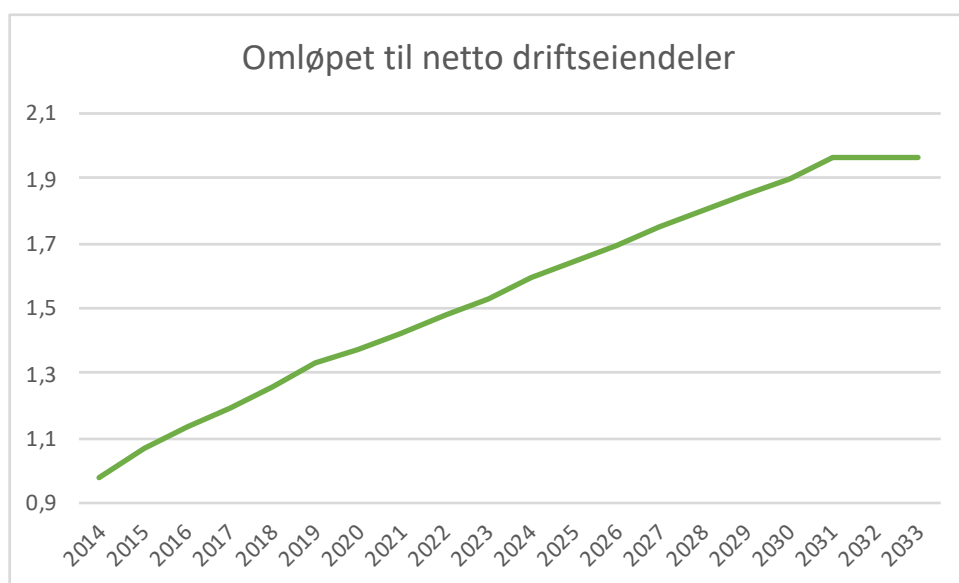
$$Onde_t = \frac{DI_t}{NDE_{t-1}}$$

Omløpet til netto driftseiendeler er budsjettdriver for budsjettering av netto driftseiendeler. I kapittel 8 ble gjennomsnittlig tidsvektet omløp til netto driftseiendeler for perioden 2014 til 2019T beregnet til 1,2549 for Europris, og 1,9566 for bransjen. Europris har dermed historisk hatt vesentlig lavere omløp på sine netto driftseiendeler enn bransjen. Som tidligere diskutert skyldes dette i stor grad en langt tyngre balanse enn de sammenlignbare selskapene, som følge av mye immaterielle eiendeler, og svært stor goodwill-post. På lang sikt forventes det likevel forventes at *onde* til Europris konvergerer mot *onde* til bransjesnittet i analyseperioden (Penman, 2010, s. 502). Vi velger å legge til grunn denne antagelsen, og budsjetterer *onde* for Europris i konstant vekst, lik tidsvektet gjennomsnittlig *onde* for bransjen over analyseperioden. I Budsjettpunkt 2 (2021) legger vi til grunn en vekst i *onde* på 3,9 prosent. I Budsjettpunkt M (2025) settes *onde* til 1,64. Tabell 9.6 viser budsjettert utvikling i *onde* og netto driftseiendeler over budsjettperioden.

Punkt/ År	1	2	3	4	5	M	7
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
DI t+1	7 498 928	8 070 721	8 615 495	9 121 655	9 577 738	10 024 699	10 459 103
/Onde t+1	1,4201	1,4751	1,5301	1,5850	1,6400	1,6928	1,7455
NDE t	5 280 498	5 471 348	5 630 826	5 754 881	5 840 084	5 922 072	5 991 909

Punkt/ År	8	9	10	11	T	T+1	T+2
	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
DI t+1	10 877 467	11 276 307	11 652 184	12 001 750	12 361 802	12 732 656	13 114 636
/Onde t+1	1,7983	1,8511	1,9038	1,9566	1,9566	1,9566	1,9566
NDE t	6 048 727	6 091 760	6 120 345	6 133 941	6 317 959	6 507 498	6 702 723

Tabell 9.6 - fremskrevet netto driftseiendeler



Figur 9.7 – Historisk og fremskrevet onde

9.3.3 Netto driftsresultat

Netto driftsresultat (*NDR*) budsjetteres ved å nytte netto driftsmargin (*ndm*) som budsjettdriver (Knivsflå, 2019, F. 14. s. 40):

$$NDR_t = ndm_t * DI_t$$

$$ndm_t = \frac{NDR_t}{DI_t}$$

Europriis og bransjen har hatt en tidsvektet gjennomsnittlig netto driftsmargin på henholdsvis 8,52 og 6,98 prosent over analyseperioden. Konkurranseskraftene i en bransje ventes på sikt å drive netto driftsmargin for bransjeselskapene mot bransjegjennomsnittet, dersom bransjen er i konstant vekst (Knivsflå, 2019, F. 15, s. 19). Bvu-bransjen har imidlertid opplevd høy vekst over analyseperioden, og vi venter at både Europriis og de komparative selskapene vil oppnå

lavere lønnsomhet i fremtiden som følge av at konkurransen vil tilspisse seg. Vi forventer at bvu-bransjen fremstår som attraktiv som følge av den store bransjefordelen. Etableringsbarrierene er høye som følge av begrenset tilgang på attraktive butikklokaler og de store aktørenes stordriftsfordeler, men på sikt venter vi at flere aktører vil opparbeide seg større markedsandeler og drive ned lønnsomheten i bransjen. Økende netthandel trekker også i retning av at netto driftsmargin for både Europris og bransjen vil reduseres i fremtiden. Vi velger å legge til grunn en netto driftsmargin på 3,5 prosent i «steady state».

Vi venter at netto driftsmargin for Europris vil være noe høyere i 2020 enn i 2019T. Årsaken er at sprengt lagerkapasitet, samt flytting til det nye sentrallageret i Moss, har bidratt til økte kostnader i 2019. I budsjettpunkt 1 (2020) settes derfor netto driftsmargin til 7,5 prosent. I budsjettpunkt 2 (2021) ventes netto driftsmargin å øke som følge av at det nye sentrallageret ventes å ha kom i effektiv drift. Videre venter vi at en mer effektiv organisering i samarbeidet mellom Europris, Tokmanni og ÖoB vil bidra til økte stordriftsfordeler. Dette vil bidra til økt forhandlingsmakt overfor leverandører og bedre innkjøpsvilkår av varer. Som presentert i kapittel 2.5, uttalte ledelsen i Europris i forbindelse med kjøpet av Runsvengruppen i 2018, at de mener samarbeidet med ÖoB og Tokmanni kan redusere selskapenes samlede kostnader med 60 til 80 millioner i året (E24, 2019b). Netto driftsmargin i budsjettpunkt 2 settes derfor til 8 prosent. Fra og med 2022 venter vi at konkurransen vil tilspisses, og at marginene til både Europris og bransjen vil falle. Vi venter imidlertid en svakere nedgang fra budsjettpunkt 2 til budsjettpunkt M, enn fra budsjettpunkt M til budsjettpunkt T. Vi legger til grunn en netto driftsmargin i budsjettpunkt M på 6,5 prosent, og i budsjettpunkt T på 3,5 prosent. Tabell 9.8 viser budsjettert netto driftsmargin og netto driftsresultat over budsjettperioden.

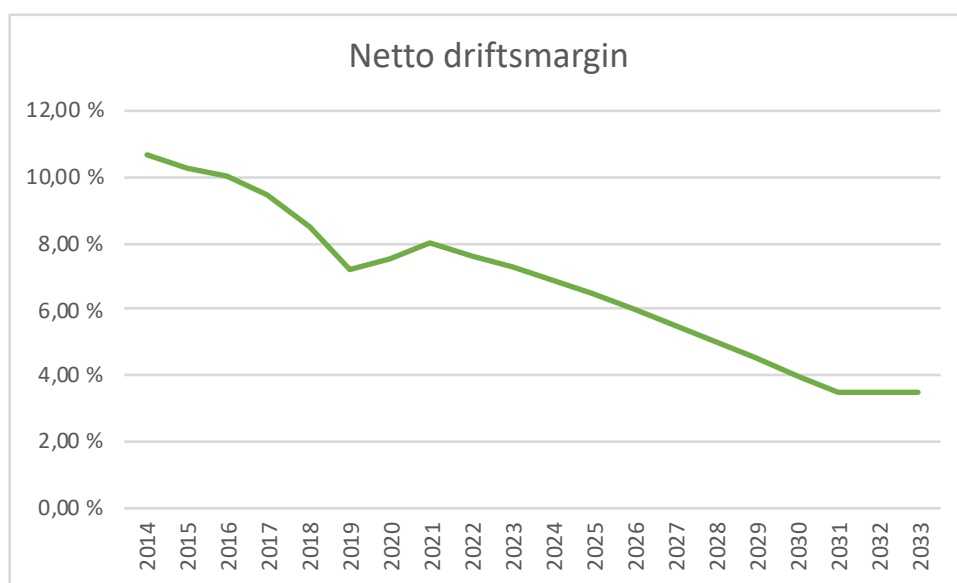
Budsjettpunkter	Årstall	ndm
1	2020	0,075
2	2021	0,08
M	2025	0,065
T	2031	0,035

Tabell 9.7 - budsjettpunkt, netto driftsmargin

Punkt/ År	1	2	3	4	5	M	7
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
ndmt	0,0750	0,0800	0,0763	0,0725	0,0688	0,0650	0,0600
Dit	6 911 454	7 498 928	8 070 721	8 615 495	9 121 655	9 577 738	10 024 699
NDRt	518 359	599 914	615 392	624 623	627 114	622 553	601 482

Punkt/ År	8	9	10	11	T	T+1	T+2
	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
ndmt	0,0550	0,0500	0,0450	0,0400	0,0350	0,0350	0,0350
Dit	10 459 103	10 877 467	11 276 307	11 689 772	12 001 750	12 361 802	12 732 656
NDRt	575 251	543 873	507 434	467 591	420 061	432 663	445 643

Tabell 9.8 – Fremskrevet netto driftsresultat



Figur 9.8 – Historisk og fremskrevet netto driftsmargin

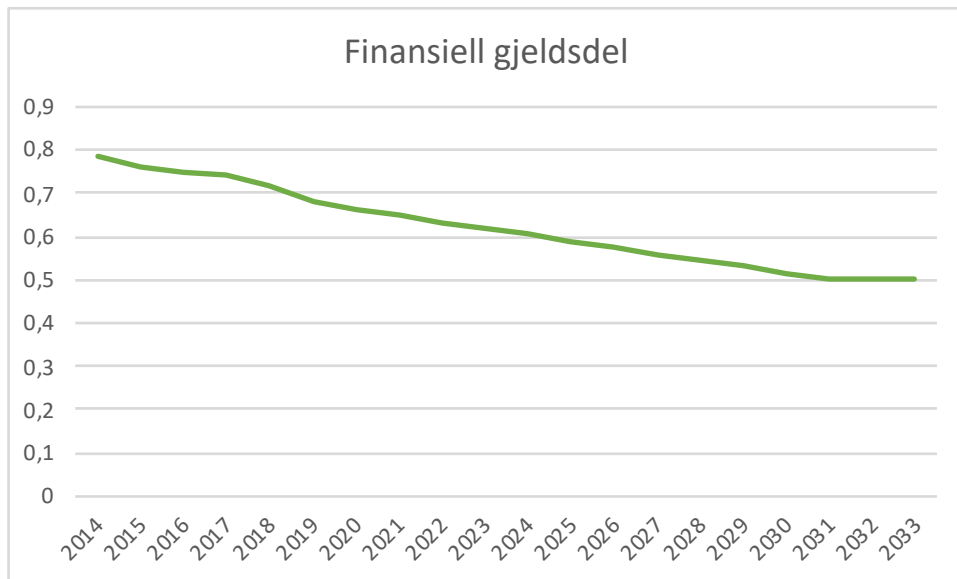
9.3.4 Netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld fremskrives ved å først fremskrive finansielle eiendeler og -gjeld. Finansiell gjeld fremskrives med budsjettdriveren finansiell gjeldsdel (*fgd*), ved bruk av følgende formel (Knivsflå, 2019, F. 14, s. 40).

$$FG_t = fgd_t * NDE_t$$

Europris sin finansielle gjeldsdel har blitt gradvis redusert fra 78,3 til 67,9 prosent over analyseperioden. Bransjen har på sin side gradvis redusert sin finansielle gjeldsdel fra 75,2 til 73,1 prosent i perioden. Tidsvektet gjennomsnitt i analyseperioden var 72,5 prosent for Europris, og 73,2 prosent for bransjen. Typisk finansiell gjeldsdel for selskaper notert på Oslo Børs er rundt 50 prosent (Knivsflå, F. 15, 2. 32). Vi forutsetter på bakgrunn av dette at Europris

vil ha en finansiell gjeldsdel i «steady state» på 50 prosent. Vi legger til grunn at finansiell gjeldsdel vil reduseres lineært fra 67,9 prosent i 2019T.

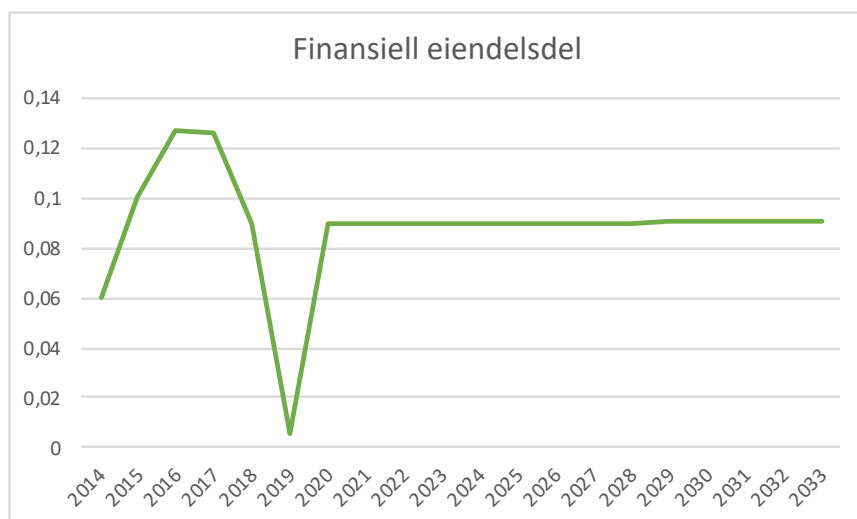


Figur 9.9 – Historisk og fremskrevet finansiell gjeldsdel

Budsjettdriveren for finansielle eiendeler er finansiell eiendelsdel (*fed*), og finansielle eiendeler fremskrives med følgende formel (Knivsflå, 2019, F. 14, s. 40):

$$FE_t = fed_t * NDE_t$$

Finansiell eiendelsdel for Europris har variert mellom 12,7 prosent og 0,56 prosent i analyseperioden. Finansiell eiendelsdel i 2019T skiller seg ut som spesielt lav, ettersom kontantbeholdningen er svært lav, som følge av utbyttebetalingen i andre kvartal. I perioden 2015 til 2018 varierte finansiell eiendelsdel for Europris mellom 8,9 prosent og 12,7 prosent. Tidsvektet gjennomsnittlig finansiell eiendelsdel for bransjen i analyseperioden er 11,1 prosent. Følgelig har Europris og bransjen hatt relativt lik finansiell eiendelsdel i analyseperioden. I henhold til Knivsflå (2019) er typisk finansiell eiendelsdel 20 prosent (Knivsflå, 2019, F. 15, s. 36). Dette synes likevel å være høyt for bvu-bransjen. Videre vil selskap i «steady state» ha mindre behov for investeringskapital. Vi velger derfor å ta utgangspunkt i tidsvektet gjennomsnitt for bransjen på 11,1 prosent, og reduserer denne skjønsmessig med 2 prosent, som gir en finansiell eiendelsdel på 9,1 prosent for Europris i «steady state». Vi budsjetterer finansiell eiendelsdel for Europris i budsjettpunkt 1 (2020) lik finansiell eiendelsdel for 2018, og videre lineær utvikling fra budsjettpunkt 1 til «steady state».



Figur 9.10 – Historisk og fremskrevet finansiell eiendelsdel

Netto finansiell gjeld finnes så ved å trekke finansielle eiendeler fra den finansielle gjelden. Tabellen under oppsummerer fremskrevet finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld over budsjettperioden.

Punkt/År	1	2	3	4	5	M	7
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
NDE	5 280 498	5 471 348	5 630 826	5 754 881	5 840 084	5 922 072	5 991 909
*fgd	0,6642	0,6493	0,6344	0,6194	0,6045	0,5896	0,5746
=FG	3 507 364	3 552 451	3 571 939	3 564 723	3 530 318	3 491 473	3 443 198
NDE	5 280 498	5 471 348	5 630 826	5 754 881	5 840 084	5 922 072	5 991 909
*fed	0,0895	0,0896	0,0897	0,0898	0,0899	0,0900	0,0901
=FE	472 684	490 282	505 102	516 772	524 972	532 899	539 747
nfgd	0,5747	0,5597	0,5447	0,5296	0,5146	0,4996	0,4846
NFG	3 034 680	3 062 169	3 066 836	3 047 951	3 005 346	2 958 574	2 903 451

Punkt/År	8	9	10	11	T	T+1	T+2
	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
NDE	6 048 727	6 091 760	6 140 088	6 133 941	6 317 959	6 507 498	6 702 723
*fgd	0,5597	0,5448	0,5299	0,5149	0,5000	0,5000	0,5000
=FG	3 385 552	3 318 698	3 253 366	3 158 539	3 158 979	3 253 749	3 351 361
NDE	6 048 727	6 091 760	6 140 088	6 133 941	6 317 959	6 507 498	6 702 723
*fed	0,0902	0,0903	0,0904	0,0905	0,0905	0,0905	0,0905
=FE	545 434	549 887	554 827	554 848	572 088	589 251	606 928
nfgd	0,4695	0,4545	0,4395	0,4245	0,4095	0,4095	0,4095
NFG	2 840 118	2 768 811	2 698 538	2 603 691	2 586 891	2 664 498	2 744 433

Tabell 9.9 - Fremskrevet netto finansiell gjeld

9.3.5 Netto finansinntekt, netto finanskostnad og netto finansresultat

Netto finansresultat budsjetteres ved å fremskrive netto finansinntekt og netto finanskostnad. For å kunne budsjettere netto finansinntekt og netto finanskostnad må (1) finansielle- eiendeler og gjeld, samt (2) finansiell eiendelsrentabilitet (*fer*) og finansiell gjeldsrentabilitet (*fgr*) være budsjettert. Førstnevnte poster har vi budsjettert, og *fer* og *fgr* vil estimeres i dette kapitlet.

Netto finanskostnad

Netto finanskostnad budsjetteres ved bruk av følgende formel (Knivsflå, 2019, F. 14, s. 40):

$$NFK_t = fgr_t * FG_{t-1}$$

I kapittel 8 ble tidsvektet gjennomsnittlig finansieringsulempe for finansiell gjeld estimert til 1,45 prosent for Europris. Ulempen skyldes i all hovedsak betydelige finansieringsulemper i starten av analyseperioden. De siste årene i analyseperioden hadde selskapet en marginal finansieringsulempe på netto finansiell gjeld. Finansieringsulempen anses ikke for å være signifikant forskjellig fra null. Som følge av velfungerende kapitalmarkeder forventes det hverken en finansieringsfordel eller ulempe over tid (Knivsflå, 2019, F. 15, s. 42). Følgelig vil vi i budsjettperioden budsjettere med at finansiell gjeldsrentabilitet vil være likt finansielt gjeldskrav. Dette medfører at vi budsjetterer med at verdien av den finansielle gjelden er lik den finansielle gjeldens balanseførte verdi. Fremtidig finansielt gjeldskrav er estimert i kapittel 10.2.1. Ved bruk av formelen over budsjetteres netto finanskostnad, og resultatene fremgår av tabell 9.10.

Punkt/ År	1	2	3	4	5	M	7
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
fgrt = fgk t	0,0241	0,0257	0,0271	0,0284	0,0298	0,0312	0,0319
* FG t-1	3 434 151	3 507 364	3 552 451	3 571 939	3 564 723	3 530 318	3 491 473
= NFK t	82 900	90 139	96 147	101 550	106 211	110 005	111 457

Punkt/ År	8	9	10	11	T	T+1	T+2
	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
fgrt = fgk t	0,0327	0,0334	0,0402	0,0410	0,0417	0,0417	0,0417
* FG t-1	3 443 198	3 385 552	3 318 698	3 253 366	3 158 539	3 158 979	3 253 749
= NFK t	112 542	113 240	133 447	133 301	131 825	131 843	135 798

Tabell 9.10 - Fremskrevet netto finanskostnad

Netto finansinntekt

Netto finansinntekt budsjetteres slik (Knivslå, 2019, F. 14, s. 40):

$$NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$$

Tidsvektet finansieringsfordel for finansielle eiendeler ble estimert til 0,04 prosent i kapittel 8. Dette viser at rentabiliteten til de finansielle eiendelene har vært tilnærmet likt avkastningskravet til de finansielle eiendelene, og på samme måte som for finansiell gjeld forutsetter vi at dette vil være tilfellet i fremtiden. Følgelig settes finansiell eiendelsrentabilitet lik kravet til finansielle eiendeler. Dette medfører at vi budsjetterer med at verdien av de finansielle eiendelene er lik de finansielle eiendelenes balanseførte verdi. Fremtidig finansielt eiendelskrav er estimert i kapittel 10.2.2. Budsjetterte netto finansinntekter beregnet etter formelen over blir som følger:

Punkt/ År	1	2	3	4	5	M	7
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
fert = fekt	0,0121	0,0135	0,0147	0,0159	0,0171	0,0183	0,0190
*FE t-1	28 321	472 684	490 282	505 102	516 772	524 972	532 899
= NFI	343	6 390	7 220	8 048	8 857	9 631	10 098

Punkt/ År	8	9	10	11	T	T+1	T+2
	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
fert = fekt	0,0196	0,0202	0,0208	0,0214	0,0220	0,0220	0,0220
*FE t-1	539 747	545 434	549 887	554 827	554 848	572 088	589 251
= NFI	10 554	10 995	11 417	11 855	12 191	12 570	12 947

Tabell 9.11 - Fremskrevet netto finansinntekt

Netto finansresultat

Netto finansresultat over budsjettperioden budsjetteres ved å trekke budsjettert netto finanskostnad fra budsjetterte netto finansinntekter. Etersom vi har budsjettert med at finansiell eiendelsrentabilitet og finansiell gjeldsrentabilitet er likt henholdsvis finansielt eiendelskrav og finansielt gjeldskrav, vil netto finansiell gjeldsrentabilitet implisitt budsjetteres likt netto finansielt gjeldskrav.

Punkt/ År	1	2	3	4	5	M	7
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
NFI	343	6 390	7 220	8 048	8 857	9 631	10 098
- NFK	82 900	90 139	96 147	101 550	106 211	110 005	111 457
= NFR	-82 557	-83 749	-88 927	-93 503	-97 354	-100 374	-101 359

Punkt/ År	8	9	10	11	T	T+1	T+2
	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
NFI	10 554	10 995	11 417	11 855	12 191	12 570	12 947
- NFK	112 542	113 240	133 447	133 301	131 825	131 843	135 798
= NFR	-101 988	-102 245	-122 030	-121 446	-119 634	-119 273	-122 852

Tabell 9.12 - Oppsummering fremskrevet netto finansresultat

9.4 Fremtidsregnskap

Beregningene foretatt i de foregående delkapitlene har lagt fundamentet for utarbeidelse av fremtidsregnskap for Europris. Dette vil nå presenteres. Fremtidskravene er beregnet i kapittel 10, og sammen vil fremtidsregnskapet og fremtidskravene utgjøre grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11.

9.4.1 Fremtidsresultat

I fremtidsresultatet har netto betalt utbytte og netto resultatet til egenkapitalen blitt fastsatt residualt, i tråd med rammeverket til Knivsfå (Knivsfå, 2019, F. 15. s.67). Tabell 9.13 viser budsjettert fremtidsresultat for Europris over budsjettperioden.

Fremtidsregnskap	1	2	3	4	5	M	7
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Driftsinntekter	6 911 454	7 498 928	8 070 721	8 615 495	9 121 655	9 577 738	10 024 699
Netto driftsresultat	518 359	599 914	615 392	624 623	627 114	622 553	601 482
+ Netto finansinntekt	343	6 390	7 220	8 048	8 857	9 631	10 098
Nettoresultat til sysselsatt kapital	518 702	606 305	622 612	632 671	635 971	632 184	611 580
- Netto finanskostnad	82 900	90 139	96 147	101 550	106 211	110 005	111 457
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	435 802	516 165	526 465	531 121	529 760	522 179	500 123
- Netto betalt utbytte	-159 222	352 804	371 655	388 181	401 951	393 420	375 164
Endring i egenkapital	595 024	163 362	154 810	142 940	127 809	128 760	124 960

Fremtidsregnskap	8	9	10	11	T	T+1	T+2
	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Driftsinntekter	10 459 103	10 877 467	11 276 307	11 689 772	12 001 750	12 361 802	12 732 656
Netto driftsresultat	575 251	543 873	507 434	467 591	420 061	432 663	445 643
+ Netto finansinntekt	10 554	10 995	11 417	11 855	12 191	12 570	12 947
Nettoresultat til sysselsatt kapital	585 805	554 869	518 851	479 446	432 252	445 233	458 590
- Netto finanskostnad	112 542	113 240	133 447	133 301	131 825	131 843	135 798
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	473 263	441 629	385 404	346 145	300 427	313 390	322 791
- Netto betalt utbytte	353 111	327 289	266 804	257 444	99 610	201 458	207 501
Endring i egenkapital	120 152	114 339	118 600	88 700	200 818	111 932	115 290

Tabell 9.13 – Fremtidsregnskap

9.4.2 Fremtidsbalanse

I fremtidsbalansen fastsettes egenkapitalen residualt. Tabell 9.14 viser fremtidsbalanse i form av sysselsatt kapital, og tabell 9.15 i form av netto driftskapital.

Fremtidsbalanse i 1000 NOK	1	2	3	4	5	M	7
SSK-balanse	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Netto driftseiendeler	5 280 498	5 471 348	5 630 826	5 754 881	5 840 084	5 922 072	5 991 909
Finansielle eiendeler	472 684	490 282	505 102	516 772	524 972	532 899	539 747
Sysselsatte eiendeler	5 753 182	5 961 630	6 135 928	6 271 653	6 365 056	6 454 971	6 531 655
Egenkapital	2 245 818	2 409 179	2 563 990	2 706 929	2 834 738	2 963 498	3 088 457
Finansiell gjeld	3 507 364	3 552 451	3 571 939	3 564 723	3 530 318	3 491 473	3 443 198
Sysselsatt kapital	5 753 182	5 961 630	6 135 928	6 271 653	6 365 056	6 454 971	6 531 655

Fremtidsbalanse i 1000 NOK	8	9	10	11	T	T+1	T+2
SSK-balanse	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Netto driftseiendeler	6 048 727	6 091 760	6 140 088	6 133 941	6 317 959	6 507 498	6 702 723
Finansielle eiendeler	545 434	549 887	554 827	554 848	572 088	589 251	606 928
Sysselsatte eiendeler	6 594 161	6 641 647	6 694 915	6 688 789	6 890 047	7 096 748	7 309 651
Egenkapital	3 208 610	3 322 949	3 441 549	3 530 250	3 731 068	3 843 000	3 958 290
Finansiell gjeld	3 385 552	3 318 698	3 253 366	3 158 539	3 158 979	3 253 749	3 351 361
Sysselsatt kapital	6 594 161	6 641 647	6 694 915	6 688 789	6 890 047	7 096 748	7 309 651

Tabell 9.14 – Fremtidsbalanse sysselsatt kapital

Fremtidsbalanse i 1000 NOK	1	2	3	4	5	M	7
NDK-balanse	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Netto driftseiendeler	5 280 498	5 471 348	5 630 826	5 754 881	5 840 084	5 922 072	5 991 909
Egenkapital	2 245 818	2 409 179	2 563 990	2 706 929	2 834 738	2 963 498	3 088 457
+ Netto finansiell gjeld	3 034 680	3 062 169	3 066 836	3 047 951	3 005 346	2 958 574	2 903 451
Netto driftskapital	5 280 498	5 471 348	5 630 826	5 754 881	5 840 084	5 922 072	5 991 909

Fremtidsbalanse i 1000 NOK	8	9	10	11	T	T+1	T+2
NDK-balanse	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Netto driftseiendeler	6 048 727	6 091 760	6 140 088	6 133 941	6 317 959	6 507 498	6 702 723
Egenkapital	3 208 610	3 322 949	3 441 549	3 530 250	3 731 068	3 843 000	3 958 290
+ Netto finansiell gjeld	2 840 118	2 768 811	2 698 538	2 603 691	2 586 891	2 664 498	2 744 433
Netto driftskapital	6 048 727	6 091 760	6 140 088	6 133 941	6 317 959	6 507 498	6 702 723

Tabell 9.15 - Fremtidsbalanse netto driftskapital

9.4.3 Fremtidig kontantstrøm

Med utgangspunkt i fremtidsregnskapet og fremtidsbalansen kan fremtidig fri kontantstrøm utarbeides. Fremtidig budsjettert fri kontantstrøm til drift, sysselsatt kapital og til egenkapitalen er presentert i tabell 9.16.

Fremtidig kontantstrøm	1	2	3	4	5	M	7
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Netto driftsresultat	518 359	599 914	615 392	624 623	627 114	622 553	601 482
- Endring i netto driftseiendeler	223 874	190 850	159 478	124 055	85 203	81 988	69 837
= Fri kontantstrøm fra drift	294 485	409 064	455 915	500 569	541 910	540 565	531 645
+ Netto finansinntekt	343	6 390	7 220	8 048	8 857	9 631	10 098
- Endring i finansielle eiendeler	444 363	17 599	14 820	11 669	8 200	7 927	6 848
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-149 534	397 856	448 314	496 947	542 567	542 269	534 896
- Netto finanskostnad	82 900	90 139	96 147	101 550	106 211	110 005	111 457
+ Endring i finansiell gjeld	73 213	45 087	19 488	-7 216	-34 405	-38 845	-48 275
Fri kontantstrøm til egenkapital	-159 222	352 804	371 655	388 181	401 951	393 420	375 164

Fremtidig kontantstrøm	8	9	10	11	T	T+1	T+2
	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Netto driftsresultat	575 251	543 873	507 434	467 591	420 061	432 663	445 643
- Endring i netto driftseiendeler	56 819	43 032	48 328	-6 147	184 018	189 539	195 225
= Fri kontantstrøm fra drift	518 432	500 841	459 106	473 738	236 043	243 124	250 418
+ Netto finansinntekt	10 554	10 995	11 417	11 855	12 191	12 570	12 947
- Endring i finansielle eiendeler	5 687	4 453	4 940	21	17 240	17 163	17 678
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	523 299	507 383	465 583	485 572	230 994	238 531	245 687
- Netto finanskostnad	112 542	113 240	133 447	133 301	131 825	131 843	135 798
+ Endring i finansiell gjeld	-57 646	-66 854	-65 332	-94 826	440	94 769	97 612
Fri kontantstrøm til egenkapital	353 111	327 289	266 804	257 444	99 610	201 458	207 501

Tabell 9.16 - Fremtidig fri kontantstrøm (NOK 1000)

Tabell 9.16 viser at fri kontantstrøm til egenkapitalen blir negativ i 2020. Årsaken til at dette oppstår er budsjettert endring i finansielle eiendeler. Som tidligere presisert, betalte Europris ut utbytte i andre kvartal 2019. Europris har historisk betalt ut utbytte i andre kvartal, for så å akkumulere kontanter i tredje, og spesielt fjerde kvartal. På bakgrunn av dette forventer vi at finansielle eiendeler for Europris ved utgangen av 2019 og 2020 i *realiteten* vil være på nivå med selskapets finansielle eiendeler ved utgangen av 2018, og følgelig at egenkapitalen ved utgangen av 2019 i *realiteten* vil være høyere. Dette reflekteres imidlertid ikke i trailingbalansen for 2019T. Dette skyldes at vår trailingbalanse ble satt lik selskapets balanse for tredjerkvartal 2019, hvilket er siste kjente balanse. Følgelig blir endringen i finansielle eiendeler stor fra 2019 til 2020, hvilket slår ut i at fri kontantstrøm til egenkapitalen blir negativ i 2020. På bakgrunn av overnevnte diskusjon forventer vi *ikke* en emisjon, og forholdet skyldes *analysetekniske* forhold. Forholdet gjør også til at vi får en betydelig økning egenkapital fra 2019T til 2020.

10. Fremtidskrav og fremtidig superrentabilitet

I dette kapitlet utarbeides fremtidskravene som vil nyttes ved diskontering av fremtidige kontantstrømmer i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. Formlene som nyttes for å beregne fremtidskravene er de samme som ble brukt for å beregne historiske avkastningskrav i kapittel 7. Forskjellen er at vi ved beregning av historiske avkastningskrav vektet på gjennomsnittlig justert kapital, mens vi ved estimering av fremtidskrav vil vekte basert på inngående kapital. Ettersom vektene beregnes på inngående balanse, vil ikke kravene være konstante før i $T+1$. Avslutningsvis vil vi gjennomføre en analyse av fremtidig superrentabilitet med utgangspunkt i budsjettert fremtidsregnskap og budsjetterte fremtidskrav.

I den fundamentale verdsettelsen vil imidlertid verdibaserte vekter nyttes, slik at kravene blir verdibaserte. Dette gjøres i en stegvis konvergensprosess (Knivsflå, 2019, F. 16, s. 17).

10.1 Fremtidig avkastningskrav til egenkapital

Kapitalverdimodellen, CAPM, som ble prestert og nyttet i kapittel 7, vil også her nyttes til å estimere egenkapitalkravet. Følgelig må de ulike komponentene; *risikofri rente*, *markedets risikopremie*, *illikviditetspremien* og *egenkapitalbeta* estimeres, før fremtidskravet til egenkapitalen kan estimeres ved bruk av kapitalverdimodellen. De ulike komponentene vil gjennomgås hver for seg i påfølgende delkapitler.

10.1.1 Risikofri rente

De siste årene sett under ett, har rentenivået både i Norge og i andre nordiske land vært historisk lavt. Siden september 2018 har imidlertid styringsrenten i Norge blitt hevet. Dette står likevel i kontrast til Federal Reserve (FED) og den europeiske sentralbanken (ECB), som har kuttet renten i 2019, som presentert i kapittel 2.3.2. I henhold til Knivsflå (2019), tenderer risikofri rente til å være tilbakevendende til gjennomsnittet (Knivsflå, 2019, F. 16, s. 21). Dette taler for at rentenivået vil stige i fremtiden, og bevege seg mot historisk gjennomsnitt. På den annen side kan det diskuteres om rentenivået i fremtiden vil bli lavere enn det har vært historisk. Ettersom fremtidig rentenivå vanskelig kan predikeres, velger vi å estimere normal langsiktig rente ved å vekte historisk gjennomsnittlig månedlig NIBOR i perioden 1996 til 2019 med $2/3$, og en blanding av norsk- og amerikansk 10-årig statsobligasjonsrente og

amerikansk 30-årig statsobligasjonsrente med 1/3. Dette gjøres ved følgende formel (Knivsflå, 2019, F. 16, s. 24):

$$\begin{aligned} & \textbf{Langsiktig rente} = \\ & \frac{2}{3} * \text{Gjennomsnittlig norsk månedlig NIBOR 1996 – 2019} \\ & + \frac{1}{3} * \left(\frac{10 - \text{årig norsk statsobligasjon} + 10 - \text{årig amerikansk statsobligasjon}}{2} + \frac{30 - \text{årig amerikansk statsobligasjon}}{2} \right) \end{aligned}$$

Gjennomsnittlig månedlig NIBOR i perioden 1996 til august 2019 var 3,63 prosent (SSB, 2019e & Norges Bank, 2019g). 10-årig statsobligasjonsrente i Norge var i oktober 2019, 1,26 prosent (Norges Bank, 2019f). 30-årig- og 10-årig amerikansk statsobligasjonsrente var per 01.11.2019 henholdsvis 2,21 prosent og 1,73 prosent (Tradingeconomics, 2019a). Estimater på langsiktig rente blir ved bruk av formelen over 3,29 prosent.

På kort sikt antar vi at renten vil øke svakt, og sterkere mot slutten av budsjettperioden. NIBOR 3 månedlig per 1. november 2019 var 1,86 prosent og har vært økende i hele 2019 (Oslo Børs, 2019b). Vi legger til grunn at renten i budsjettpunkt 1 (2020) vil være 1,8 prosent, og 2,0 prosent i budsjettpunkt 2 (2021). Renten i budsjettpunkt M settes til 2,7 i 2025. Mellom budsjettpunkt 2 og M, og mellom budsjettpunkt M og budsjettpunkt T, legges lineær utvikling til grunn.

Ved å trekke kredittrisikopremien fra den estimerte normalrenten fremkommer risikofri rente før skatt. Vi forutsetter at norske banker har en gjennomsnittlig syntetisk rating på AA. Til sist trekker vi fra skatt for å finne risikofri rente etter skatt.

Som presentert i kapittel 2.3.1, har selskapsskattesatsen i Norge blitt redusert de senere år, men er fremdeles noe høyere enn gjennomsnittet for Norden. Skatteutvalget har tidligere foreslått å redusere selskapsskattesatsen til 20 prosent (Regjeringen, 2015). Det er likevel høyst usikkert hvordan selskapsskattesatsen vil settes i fremtiden, og vi legger til grunn en selskapsskattesats på 22 prosent over hele budsjettperioden. Tabell 10.1 presenterer fremskrevet risikofri rente etter skatt over budsjettperioden.

Punkt/ År	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Rating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Nibor-rente 3 måneder	0,0180	0,0200	0,0218	0,0235	0,0253	0,0270	0,0280	0,0290	0,0299	0,0309	0,0319	0,0329	0,0329	0,0329
- Kreditrisikopremie	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050	0,0050
= Risikofri rente før skatt	0,0130	0,0150	0,0168	0,0185	0,0203	0,0220	0,0230	0,0240	0,0249	0,0259	0,0269	0,0279	0,0279	0,0279
- Skatt	0,0029	0,0033	0,0037	0,0041	0,0045	0,0048	0,0051	0,0053	0,0055	0,0057	0,0059	0,0061	0,0061	0,0061
= Risikofri rente etter skatt	0,0101	0,0117	0,0131	0,0144	0,0158	0,0172	0,0179	0,0187	0,0194	0,0202	0,0210	0,0217	0,0217	0,0217

Tabell 10.1 - Fremskrevet risikofri rente

10.1.2 Markedets risikopremie

Gjennomsnittlig markedsrisikopremie etter skatt over analyseperioden ble i kapittel 7.2.2 estimert til 5,1 prosent. Vi velger å nytte dette estimatet for hele budsjettperioden, da dagens nivå anses som beste prediksjon på markedets risikopremie i fremtiden (Knivsflå, 2019, F. 16. s. 29).

10.1.3 Illikviditetspremie

Illikviditetspremien ble i kapittel 7.2.3 fastsatt til 1 prosent for Europris i perioden 2014 til 2019T. Vi forventer ikke at eierne i Europris vil bli mer eller mindre innelåst i fremtiden. Følgelig legges det til grunn en illikviditetspremie på 1 prosent over hele budsjettperioden.

10.1.4 Egenkapitalbeta

Årlig egenkapitalbeta estimeres som i kapittel 7 residualt ved å ta ved å utgangspunkt i Modigliani & Millers første proposisjon og sette netto driftsbeta konstant over budsjettperioden, og ved å budsjettere beta til netto finansiell gjeld. I kapittel 7.2.5 ble netto driftsbeta estimert til 0,2279, og denne legges til grunn og holdes konstant over budsjettperioden. Beta til netto finansiell gjeld er beregnet i kapittel 10.2.3. Fremskrevet egenkapitalbeta fremkommer av tabellen under.

Punkt/ År	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Beta NDk	0,2279	0,2279	0,2279	0,2279	0,2279	0,2279	0,2279	0,2279	0,2279	0,2279	0,2279	0,2279	0,2279	0,2279
-Beta NFG *(NFG/NDK)	0,0036	0,0006	0,0008	0,0010	0,0012	0,0014	0,0016	0,0019	0,0021	0,0036	0,0038	0,0040	0,0038	0,0038
*(NDK/EK)	3,0631	2,3513	2,2710	2,1961	2,1260	2,0602	1,9983	1,9401	1,8852	1,8332	1,7841	1,7375	1,6933	1,6933
= Egenkapitalbeta	0,6872	0,5346	0,5159	0,4984	0,4820	0,4666	0,4522	0,4386	0,4258	0,4113	0,3999	0,3891	0,3795	0,3795

Tabell 10.2 - Fremskrevet egenkapitalbeta

10.1.5 Fremtidig avkastningskrav til egenkapitalen

Nå som de ulike parameterne i kapitalverdimodellen er estimert, kan fremtidig avkastningskrav til egenkapitalen beregnes. Årlig egenkapitalkrav over budsjettperioden er presentert i tabell 10.3.

Punkt/ År	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Risikofri rente etter skatt	0,0101	0,0117	0,0131	0,0144	0,0158	0,0172	0,0179	0,0187	0,0194	0,0202	0,0210	0,0217	0,0217	0,0217
+ Egenkapitalbeta	0,6872	0,5346	0,5159	0,4984	0,4820	0,4666	0,4522	0,4386	0,4258	0,4113	0,3999	0,3891	0,3795	0,3795
* Markedsrisikopremie	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511
+ Illikviditetspremie	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100
= Egenkapitalkrav	0,0553	0,0490	0,0494	0,0499	0,0504	0,0510	0,0510	0,0511	0,0512	0,0512	0,0514	0,0516	0,0511	0,0511

Tabell 10.3 - Fremskrevet avkastningskrav til egenkapitalen

10.2 Finansielle avkastningskrav

I dette delkapittelet vil fremtidige finansielle avkastningskrav for Europris beregnes. For å budsjettere fremtidig netto finansielt gjeldskrav, må først fremtidig finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav budsjetteres. Videre vil årlig netto finansiell gjeldsbeta som ble nyttet til å estimere årlig egenkapitalbeta i kapittel 10.1.4 estimeres.

10.2.1 Avkastningskrav til finansiell gjeld

Avkastningskravet til finansiell gjeld beregnes som risikofri rente etter skatt, tillagt en risikopremie. Fremtidig risikofri rente er estimert i kapittel 10.1.1. Kredittrisikopremien fastsettes på grunnlag av syntetisk rating, som synliggjør konkurrisiko avledet av kredittrisiko som fremkommer ved beregning av de finansielle nøkkeltallene; *likviditetsgrad 1*, *rentedekningsgrad*, *egenkapitalprosent* og *netto driftsrentabilitet*. De nevnte nøkkeltallene ble i risikoanalysen i kapittel 6 beregnet på historiske tall. For fremtiden må syntetisk rating fastsettes på grunnlag av fremtidsregnskapet og skjønn, ettersom fremtidsregnskapet er mindre spesifisert.

Likviditetsgrad 1: Som presentert i kapittel 9.3 har vi konsentrert oss om de viktigste verdidriverne ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet. Dette gjør at fremtidsregnskapet er mindre spesifisert. I fremtidsregnskapet skilles det ikke mellom driftsrelaterte anleggsmidler og -omløpsmidler, og vi har ikke skilt kortsiktig gjeld fra langsiktig gjeld. Følgelig kan ikke

formelen for likviditetsgrad 1 nyttes. Tidsvektet gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 for Europris over analyseperioden var 1,35 og 1,2 for bransjen. Vi forutsetter at likviditetsgrad 1 for Europris vil konvergere lineært mot bransjesnittet i «steady state». Videre settes likviditetsgrad 1 for budsjettpunkt 1 (2020) lik likviditetsgrad 1 i 2018. Dette gjøres da vi regner med at gjelden til Europris vil bli refinansiert, og at kontantbeholdningen vil være omtrent på 2018-nivå ved utgangen av 2019.

Rentedekningsgrad: I fremtidsregnskapet har vi estimert nettoresultat fra sysselsatt kapital og netto finanskostnad. Det er imidlertid en utfordring knyttet til endogenitet, ettersom netto finanskostnad avhenger av syntetisk rating i fremtiden, og ratingen til rentedekningsgrad avhenger av netto finanskostnad. Som følge av dette vil rating for rentedekningsgrad beregnes ved å dividere nettoresultat fra sysselsatt kapital på inngående netto finanskostnad.

Egenkapitalprosent: Egenkapitalprosent beregnes i utgangspunktet ved å dividere egenkapital på sysselsatt kapital. I fremtidsregnskapet er imidlertid ikke total gjeld spesifisert. Derfor har vi valgt å normalisere egenkapitalprosenten for å forhindre at den blir kunstig høy. Dette gjøres ved å multiplisere egenkapitalprosenten, med gjennomsnittlig sysselsatt kapital over analyseperioden dividert på gjennomsnittlig total kapital over analyseperioden. Denne justeringsfaktoren blir da; 0,7498.

Netto driftsrentabilitet: Netto driftsrentabilitet beregnes på bakgrunn av fremtidsregnskapet ved å dividere netto driftsresultat på netto driftseiendeler.

Fremtidig rating over budsjettperioden etter disse forutsetningene er presentert i tabell 10.4.

Punkt/ År	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
Syntetisk rating Europris	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Likviditetsgrad 1	1,43	1,41	1,39	1,37	1,34	1,32	1,30	1,28	1,26	1,24	1,22	1,20	1,20	1,20
Rating:	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Rentedekningsgrad	7,07	7,31	6,91	6,58	6,26	5,95	5,56	5,26	4,93	4,58	3,59	3,24	3,38	3,48
Rating:	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	A	A	A	A	A
Egenkapitalprosent	0,29	0,30	0,31	0,32	0,33	0,34	0,35	0,36	0,38	0,39	0,40	0,41	0,41	0,41
Rating:	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,103	0,114	0,112	0,111	0,109	0,107	0,102	0,096	0,090	0,083	0,076	0,068	0,068	0,068
Rating:	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BB	BB	BB	BB
Gjennomsnittsrating:	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-

Tabell 10.4 - Fremtidig syntetisk rating

Av tabell 10.4 ser vi at Europris sin fremtidige syntetisk rating er estimert til BBB i perioden 2020 til 2028, og BBB- resterende år. Svekket syntetisk rating fra 2029 skyldes reduksjon i netto driftsrentabilitet.

Med utgangspunkt i kredittrisikopremien fra den syntetiske ratingen og budsjettert risikofri rente etter skatt, kan årlig netto finansielt gjeldskrav over budsjetterperioden estimeres:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
Risikofri rente etter skatt	0,0101	0,0117	0,0131	0,0144	0,0158	0,0172	0,0179	0,0187	0,0194	0,0202	0,0210	0,0217	0,0217	0,0217
+ Kredittrisikopremie	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200
= Krav til finansiell gjeld	0,0241	0,0257	0,0271	0,0284	0,0298	0,0312	0,0319	0,0327	0,0334	0,0402	0,0410	0,0417	0,0417	0,0417

Tabell 10.5 - Fremskrevet krav til finansiell gjeld

Videre estimeres fremtidig finansiell gjeldsbeta, ved å holde markedsrisikodelen beregnet i kapittel 7.2.5 konstant i fremtiden.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Markedsrisikodel	0,0205	0,0205	0,0205	0,0205	0,0205	0,0205	0,0205	0,0205	0,0205	0,0205	0,0205	0,0205	0,0205	0,0205
* Kredittrisikopremie	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200
/ Markedspremie	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511
= Finansiell gjeldsbeta	0,0056	0,0056	0,0056	0,0056	0,0056	0,0056	0,0056	0,0056	0,0056	0,0080	0,0080	0,0080	0,0080	0,0080

Tabell 10.6 - Fremskrevet finansiell gjeldsbeta

10.2.2 Avkastningskrav til finansielle eiendeler

I fremtidsregnskapet har vi ikke splittet de finansielle eiendelene i kontanter, fordringer og investeringer. Vi forutsetter at vektene i «steady state» vil være lik gjennomsnittsnittvektene i analyseperioden, og at utviklingen mot konstant vekst vil være lineær. Vektene i 2020 settes lik vektene i 2019T. For kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet benyttes samme forutsetninger som i kapittel 7. Finansielle eiendelskrav for fremtiden blir da estimert som presentert i tabell 10.7.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Kontantkrav ($rf \cdot (1-s)$)	0,0101	0,0117	0,0131	0,0144	0,0158	0,0172	0,0179	0,0187	0,0194	0,0202	0,0210	0,0217	0,0217	0,0217
* Kontantvekt	0,9613	0,9633	0,9654	0,9674	0,9694	0,9715	0,9735	0,9756	0,9776	0,9796	0,9817	0,9837	0,9837	0,9837
+ Fordringskrav ($rf \cdot (1-s) + krp$ fordringer)	0,0201	0,0217	0,0231	0,0244	0,0258	0,0272	0,0279	0,0287	0,0294	0,0302	0,0310	0,0317	0,0317	0,0317
* Fordringsvekt	0,0000	0,0013	0,0026	0,0040	0,0053	0,0066	0,0079	0,0092	0,0106	0,0119	0,0132	0,0145	0,0145	0,0145
+ Investeringskrav ($rf \cdot (1-s) + mrp$)	0,0612	0,0628	0,0642	0,0655	0,0669	0,0683	0,0690	0,0698	0,0705	0,0713	0,0721	0,0728	0,0728	0,0728
* Investeringsvekt	0,0387	0,0353	0,0320	0,0286	0,0253	0,0219	0,0186	0,0152	0,0118	0,0085	0,0051	0,0018	0,0018	0,0018
= Finansielt eiendelskrav	0,0121	0,0135	0,0147	0,0159	0,0171	0,0183	0,0190	0,0196	0,0202	0,0208	0,0214	0,0220	0,0220	0,0220

Tabell 10.7 - Fremskrevet avkastningskrav finansielle eiendeler

Fremtidig finansiell eiendelsbeta estimeres ved bruk av de budsjetterte vektene, og kontantbeta, fordringsbeta, og investeringsbeta beregnes etter samme forutsetninger som i kapittel 7. Markedsrisikodelen har vi holdt konstant. Årlig estimert finansiell eiendelsbeta over budsjetterperioden er presentert i tabell 10.8.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Kontantbeta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
* Kontantvekt	0,9613	0,9633	0,9654	0,9674	0,9694	0,9715	0,9735	0,9756	0,9776	0,9796	0,9817	0,9837	0,9837	0,9837
+ Fordringsbeta	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040	0,0040
* Fordringsvekt	0,0000	0,0013	0,0026	0,0040	0,0053	0,0066	0,0079	0,0092	0,0106	0,0119	0,0132	0,0145	0,0145	0,0145
+ Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
* Investeringsvekt	0,0387	0,0353	0,0320	0,0286	0,0253	0,0219	0,0186	0,0152	0,0118	0,0085	0,0051	0,0018	0,0018	0,0018
= Finansiell eiendelsbeta	0,0387	0,0353	0,0320	0,0286	0,0253	0,0219	0,0186	0,0152	0,0119	0,0085	0,0052	0,0018	0,0018	0,0018

Tabell 10.8 - Fremskrevet finansiell eiendelsbeta

10.2.3 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Ved å vekte finansielle eiendeler og finansiell gjeld med de respektive estimerte avkastningskravene, fremkommer estimert avkastningskrav til netto finansiell gjeld. Tabell 10.9 presenterer budsjettert netto finansielt gjeldskrav over budsjettperioden.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Finansielt gjeldskrav	0,0241	0,0257	0,0271	0,0284	0,0298	0,0312	0,0319	0,0327	0,0334	0,0402	0,0410	0,0417	0,0417	0,0417
* FG/NFG	1,0083	1,1558	1,1601	1,1647	1,1695	1,1747	1,1801	1,1859	1,1920	1,1986	1,2056	1,2131	1,2211	1,2211
- Finansielt eiendelskrav	0,0121	0,0135	0,0147	0,0159	0,0171	0,0183	0,0190	0,0196	0,0202	0,0208	0,0214	0,0220	0,0220	0,0220
* FE/NFG	0,0083	0,1558	0,1601	0,1647	0,1695	0,1747	0,1801	0,1859	0,1920	0,1986	0,2056	0,2131	0,2211	0,2211
= Netto finansielt gjeldskrav	0,0242	0,0276	0,0290	0,0305	0,0319	0,0334	0,0343	0,0351	0,0360	0,0441	0,0450	0,0459	0,0461	0,0461

Tabell 10.9 - Fremskrevet avkastningskrav netto finansiell gjeld

Finansielt gjeldskrav er budsjettert til å øke over budsjettperioden som følge av økt rentenivå og svekket syntetisk rating fra og med 2029. Finansielt eiendelskrav er også budsjettert å øke, men selskapet forventes også i fremtiden å ha langt mer finansiell gjeld enn finansielle eiendeler, og følgelig vil økende gjeldskrav være den dominerende effekten. Fra 2020 til «steady state» er netto finansielt gjeldskrav estimert til å øke fra 2,42 prosent til 4,61 prosent.

Fremtidig netto finansiell gjeldsbeta fremkommer ved å vekte finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta, med henholdsvis finansiell gjeldsvekt og finansiell eiendelsvekt. Budsjettert netto finansiell gjeldsbeta over budsjettperioden er presentert i tabell 10.10. Netto finansiell gjeldsbeta er nyttet til å estimere egenkapitalbeta i delkapittel 10.1.4.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Finansiell gjeldsbeta	0,0056	0,0056	0,0056	0,0056	0,0056	0,0056	0,0056	0,0056	0,0056	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
* FG/NFG	1,0083	1,1558	1,1601	1,1647	1,1695	1,1747	1,1801	1,1859	1,192	1,1986	1,2056	1,2131	1,2211	1,2211
- Finansiell eiendelsbeta	0,0387	0,0353	0,032	0,0286	0,0253	0,0219	0,0186	0,0152	0,0119	0,0085	0,0052	0,0018	0,0018	0,0018
* FE/NFG	0,0083	0,1558	0,1601	0,1647	0,1695	0,1747	0,1801	0,1859	0,192	0,1986	0,2056	0,2131	0,2211	0,2211
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,0053	0,001	0,0014	0,0018	0,0023	0,0028	0,0033	0,0038	0,0044	0,0079	0,0086	0,0093	0,0094	0,0094

Tabell 10.10 - Fremskrevet netto finansiell gjeldsbeta

10.3 Selskapskrav

Selskapskravene som vil nyttes videre i utredningen er krav til sysselsatt kapital og krav til netto driftskapital. Disse beregnes med utgangspunkt i fremtidsbalansen og fremtidskravene vi har estimert i de foregående delkapitlene. Selskapskravene vil nyttes som diskonteringsrenter i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. De årlige estimerte fremtidskravene til henholdsvis sysselsatt kapital og netto driftskrav er presentert i tabell 10.11 og tabell 10.12.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Egenkapitalkrav	0,0553	0,0490	0,0494	0,0499	0,0504	0,0510	0,0510	0,0511	0,0512	0,0512	0,0514	0,0516	0,0511	0,0511
* EK/SSK	0,3246	0,3904	0,4041	0,4179	0,4316	0,4454	0,4591	0,4728	0,4866	0,5003	0,5141	0,5278	0,5415	0,5415
+ Finansielt gjeldskrav	0,0241	0,0257	0,0271	0,0284	0,0298	0,0312	0,0319	0,0327	0,0334	0,0402	0,0410	0,0417	0,0417	0,0417
* FG/SSK	0,6754	0,6096	0,5959	0,5821	0,5684	0,5546	0,5409	0,5272	0,5134	0,4997	0,4859	0,4722	0,4585	0,4585
= Krav til sysselsatt kapital	0,0342	0,0348	0,0361	0,0374	0,0387	0,0400	0,0407	0,0414	0,0421	0,0457	0,0463	0,0470	0,0468	0,0468

Tabell 10.11 - Fremskrevet avkastningskrav sysselsatt kapital

Over budsjettperioden er kravet til sysselsatt kapital budsjettert til å øke jevnt fra 3,42 prosent i 2020 til 4,68 prosent i «steady state».

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Egenkapitalkrav	0,0553	0,0490	0,0494	0,0499	0,0504	0,0510	0,0510	0,0511	0,0512	0,0512	0,0514	0,0516	0,0511	0,0511
* EK/NDK	0,3265	0,4253	0,4403	0,4553	0,4704	0,4854	0,5004	0,5154	0,5305	0,5455	0,5605	0,5755	0,5905	0,5905
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,0242	0,0276	0,0290	0,0305	0,0319	0,0334	0,0343	0,0351	0,0360	0,0441	0,0450	0,0459	0,0461	0,0461
* NFG/NDK	0,6735	0,5747	0,5597	0,5447	0,5296	0,5146	0,4996	0,4846	0,4695	0,4545	0,4395	0,4245	0,4095	0,4095
= Netto driftskrav	0,0344	0,0367	0,0380	0,0393	0,0406	0,0419	0,0427	0,0434	0,0441	0,0480	0,0486	0,0492	0,0491	0,0491

Tabell 10.12 - Fremskrevet netto driftskrav

Avkastningskravet til netto driftskapital er budsjettert til å øke fra 3,44 prosent i 2020 til 4,91 prosent i «steady state».

10.4 Oppsummering av fremtidskrav

Alle fremtidskravene beregnet i dette kapittelet er oppsummert i tabell 10.13.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Finansielt eiendelskrav	0,0121	0,0135	0,0147	0,0159	0,0171	0,0183	0,0190	0,0196	0,0202	0,0208	0,0214	0,0220	0,0220	0,0220
Finansielt gjeldskrav	0,0241	0,0257	0,0271	0,0284	0,0298	0,0312	0,0319	0,0327	0,0334	0,0402	0,0410	0,0417	0,0417	0,0417
Netto finansielt gjeldskrav	0,0242	0,0276	0,0290	0,0305	0,0319	0,0334	0,0343	0,0351	0,0360	0,0441	0,0450	0,0459	0,0461	0,0461
Egenkapitalkrav	0,0553	0,0490	0,0494	0,0499	0,0504	0,0510	0,0510	0,0511	0,0512	0,0512	0,0514	0,0516	0,0511	0,0511
Netto driftskrav	0,0344	0,0367	0,0380	0,0393	0,0406	0,0419	0,0427	0,0434	0,0441	0,0480	0,0486	0,0492	0,0491	0,0491
Krav til sysselsatt kapital	0,0342	0,0348	0,0361	0,0374	0,0387	0,0400	0,0407	0,0414	0,0421	0,0457	0,0463	0,0470	0,0468	0,0468

Tabell 10.13 - Oppsummering fremtidskrav

10.5 Analyse av fremtidig superrentabilitet

Basert på det utarbeidede fremtidsregnskapet i kapittel 9 og de estimerte fremtidskravene i kapittel 10, vil vi nå undersøke fremtidig strategisk fordel for Europris. Ved å sammenligne estimert fremtidig strategisk fordel med den kvalitative strategiske analysen i kapittel 4, og den kvantitative strategiske rentabilitetsanalysen i kapittel 8, vil vi gjøre en rimelighetsvurdering av estimert fremtidig superrentabilitet.

I den kvalitative analysen i kapittel 4.5 konkluderte vi med en forventning om en svært stor bransjefordel, hvilket ble bekreftet i den kvantitative strategiske rentabilitetsanalysen i kapittel 8. Bransjefordelen skyldes vesentlige stordriftsfordeler blant de etablerte aktørene, som gjør det utfordrende for nye aktører å etablere seg og konkurrere med de allerede etablerte aktørene. Begrenset tilgang på attraktive butikklokaler er også en sentral hindring for nyetablerere. Videre argumenterte vi for at markedsstrukturen fremstår som relativt konsentrert, med et mindre antall store aktører. Sammen med høye etableringsbarrierer mener vi dette gjør til at markedsstrukturen viser kjennetegn av oligopol. Videre er bvu-bransjen i prinsippet bygget opp på bransjeglidning, og har utkonkurrert lokal faghandel, og slik økt sitt kundegrunnlag. Vi mener bvu-bransjen har vært en sentral årsak til den store reduksjonen i antall fysiske butikker de senere år, på samme måte som netthandel. Veksten i kundeledet har vært høy, og aktørene har kunnet vokse uten å ta markedsandeler fra hverandre. På sikt ventes likevel økende konkurranse å redusere bransjefordelen. Dette be begrunnet med økende intern rivalisering, og forventning om økt konkurranse fra rene netthandelsaktører.

Europris har historisk hatt en ressursulempe, hovedsakelig i form av en omløpsulempe, som følge av en kapitalulempe. På sikt venter vi at omløpet til netto driftseiendeler vil gå mot bransjesnittet, slik at omløpsulempen vil gå mot paritet. Oppsummert forventer vi at bransjefordelen vil reduseres i fremtiden, men bli kraftigere redusert fra budsjettpunkt M til T, enn fra 2020 til budsjettpunkt M. Ressursulempen ventes å gå mot paritet. Vi venter hverken en finansieringsfordel eller finansieringsulempe som følge av et effisient kapitalmarked. Tabell 10.14 oppsummerer estimert fremtidig superrentabilitet for Europris:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Netto driftsrentabilitet	0,1025	0,1136	0,1125	0,1109	0,1090	0,1066	0,1016	0,0960	0,0899	0,0833	0,0762	0,0685	0,0685	0,0685
- Netto driftskrav	0,0344	0,0367	0,0380	0,0393	0,0406	0,0419	0,0427	0,0434	0,0441	0,0480	0,0486	0,0492	0,0491	0,0491
= Strategisk fordel drift	0,0681	0,0769	0,0745	0,0716	0,0683	0,0647	0,0589	0,0526	0,0458	0,0353	0,0276	0,0193	0,0194	0,0194
+ Gearingfordel drift	0,1406	0,1039	0,0946	0,0856	0,0769	0,0685	0,0588	0,0495	0,0406	0,0294	0,0216	0,0142	0,0135	0,0135
= Driftsfordel	0,2087	0,1808	0,1691	0,1572	0,1453	0,1332	0,1177	0,1021	0,0864	0,0648	0,0492	0,0335	0,0329	0,0329
+ Finansieringsfordel	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
= Strategisk fordel	0,2087	0,1808	0,1691	0,1572	0,1453	0,1332	0,1177	0,1021	0,0864	0,0648	0,0492	0,0335	0,0329	0,0329

Tabell 10.14 - Fremtidig superrentabilitet dekomponert

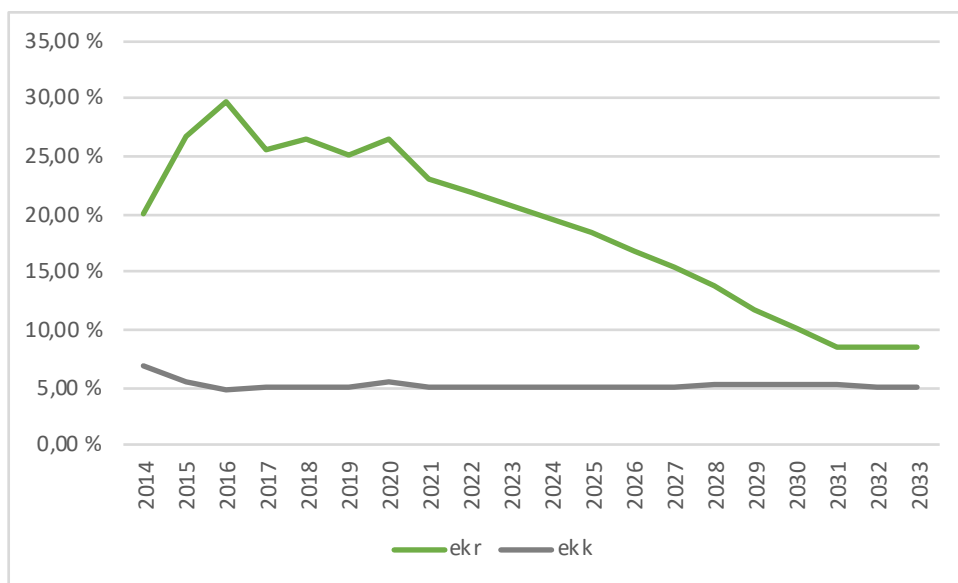
I den strategiske fordel fra drift inngår både bransje- og ressursfordel. Av tabellen ser vi at den strategiske driftsfordelen er estimert til å reduseres fra 6,81% i budsjett punkt 1 til 1,94 % i «steady state», der bransjefordelen utgjør hele den strategiske fordel under konstant vekst. Dette er konsistent med vår forventning. Økende netthandel og økt intern rivalisering, ventes å drive lønnsomheten til bransjen ned. Den rene strategiske driftsfordelen skaleres mer opp med gearing i starten av budsjettperioden enn mot slutten. Dette skyldes at vi venter at den finansielle gjeldsdelen vil reduseres lineært over budsjettperioden mot 50 prosent i «steady state». Finansieringsfordelen er null over hele budsjettperioden, og strategisk fordel er 3,29 prosent i «steady state». Figur 35 og figur 36 illustrer grafisk henholdsvis historisk og estimert fremtidig utvikling i strategisk fordel fra drift og strategisk fordel for Europris.



Figur 10.1 - Historisk og fremtidig netto driftsrentabilitet og netto driftskrav

Av figur 10.1 ser vi at den strategiske fordel fra drift stabiliserer seg på 1,94 prosent under konstant vekst, ved at netto driftsrentabilitet og netto driftskravet i «steady state» er henholdsvis 6,85 prosent og 4,91 prosent. Videre ser vi at strategisk fordel fra drift når en topp i 2021, for så å reduseres. Dette skyldes i hovedsak budsjettering av netto driftsmargin, samt

at vi venter høy driftsinntektsvekst også i 2021. Som presentert i kapittel 9.2.8 ventes Europris sitt nye sentrallager å komme i effektiv drift i 2021. Videre forventer vi at samarbeidet med Tokmanni og ÖoB vil være bedre organisert. Disse forholdene ventes å bedre marginene til selskapet. Fra 2021 har vi argumentert for at den interne rivaliseringen ventes å øke, hvilket gradvis vil drive ned lønnsomheten i bransjen. Ettersom konkurransen i hovedsak utspiller seg på pris, ventes økende konsentrasjon i aktørleddet relativt til konsentrasjonen i kundeledet å gå hardt ut over marginene til bransjen på lang sikt.



Figur 10.2 - Historisk og fremtidig strategisk fordel

Under konstant vekst er egenkapitalrentabiliteten estimert til 8,4 prosent og egenkapitalkravet til 5,1 prosent, hvilket gir en strategisk fordel under konstant vekst på 3,29 prosent.

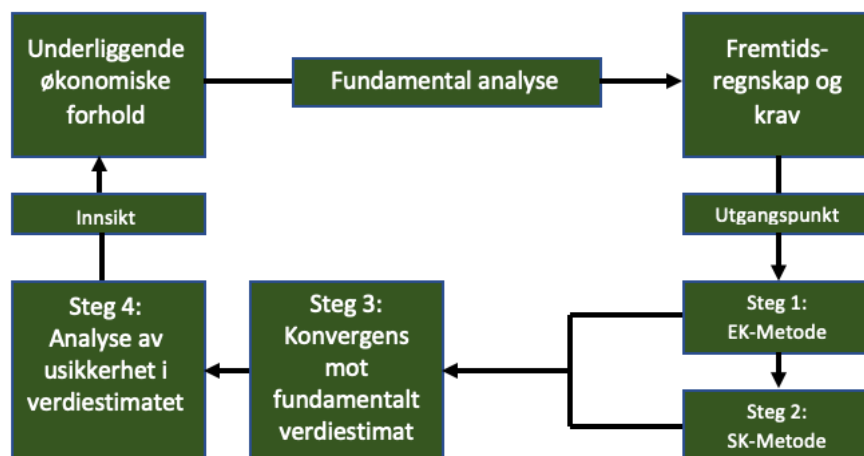
11. Fundamental verdsettelse

I dette kapitlet vil egenkapitalen til Europris verdsettes. Den kvalitative strategiske analysen i kapittel 4 og den kvantitative regnskapsanalysen i kapittel 8, gav oss verdifull innsikt i underliggende økonomiske forhold i bvu-bransjen og Europris sine styrker og svakheter. Denne innsikten la så grunnlaget for utarbeidelsen av fremtidsregnskap. Ved bruk av det utarbeidede fremtidsregnskapet og tilhørende avkastningskrav, vil nå de estimerte fremtidige kontantstrømmene neddiskonteres for å finne et punkttestimat på verdien av egenkapitalen til Europris og den enkelte Europris-aksje.

I kapittel tre gav vi en kort introduksjon til verdsettelsesmetoder, inklusive fundamentale verdsettelsesmetoder. Vi vil i denne utredningen nytte egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Metodene vil presenteres mer i dybden etterhvert som de tas i bruk. Det første verdiestimatet blir estimert ved bruk av budsjetterte vekter, og de to metodene vil gi sprikende estimater på verdien av egenkapitalen. Ved å ta gjennomsnittet av estimert egenkapitalverdi etter de to metodene, og oppdatere avkastningskravene ut fra oppdaterte vekter, vil egenkapitalen verdsettes på ny. Denne prosessen vil gjentas trinnvis, og estimatet de to metodene gir på verdien av egenkapitalen vil konvergere og gi samme verdiestimat (Knivsflå, 2019, F.18, s. 53).

Mot slutten av kapitlet vil vi analysere usikkerheten i verdiestimatet. Dette vil bli gjort ved sensitivitets- og simuleringsanalyse. Formålet er å avdekke hvorvidt endringer i budsjettdriverne påvirker verdiestimatet, samt analysere fordelingen i verdiestimatet.

Fremgangsmåten bygger på rammeverket til Knivflå (2019), og prosessen er illustrert i figur 11.1. Dette rammeverket sammenfaller i stor grad med annen verdsettelseslitteratur. Det teoretiske grunnlaget i dette kapitlet bygger således på verdsettelseslitteratur fra mellom annet Damodaran (2012), Penman (2010) og Petersen mfl. (2017).



Figur 11.1 - Rammeverk for fundamental verdsettelse, (Knivsflå, 2019, F. 18, s. 3)

11.1 Oversikt over metoder og modeller

Ved fundamental verddivurdering verdsettes egenkapitalen ved nåverdiberegning av fremtidige kontantstrømmer. Som presentert i kapittel 3 kan verdsettelsen av egenkapitalen gjøres *direkte* ved bruk av *egenkapitalmetoden*, eller *indirekte* ved bruk av *selskapskapitalmetoden* (Damodaran, 2012, s. 12). Videre er det flere modeller innen hver av metodene. Vi vil presentere og benytte flere av modellene innen hver metode for å verdsette egenkapitalen til Europris. Ved bruk av budsjetterte vekter vil egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden gi sprikende estimater, men metodene vil konvergere og gi ekvivalente estimater når vi gjentakende oppdaterer kravene med verdivekter (Knivsflå, 2019, F.18, s. 53).

11.2 Egenkapitalmetoden

Ved egenkapitalmetoden verdsettes egenkapitalen direkte. Innenfor egenkapitalmetoden vil vi benytte de tre modellene; *fri kontantstrøm til egenkapital-modellen (FKE-modellen)*, *Superprofitt til egenkapitalmodellen (SPE-modellen)*, og *Superprofittvekst-modellen (Δ SPE-modellen)*. Fri kontantstrøm til egenkapitalen er ekvivalent med netto betalt utbytte i de omgrupperte kontantstrømmene, og den fjerde modellen innen egenkapitalmetoden hvilket er *utbyttmodellen (NBU-modellen)*, vil dermed være ekvivalent med fri kontantstrøm til egenkapital-modellen. En måte å beskrive fri kontantstrøm til egenkapital-modellen på er at frie kontantstrømmer til egenkapitalen representerer potensielle utbytter, og ikke faktiske (Damodaran, 2012, s. 357).

11.2.1 Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen (FKE-modellen)

Ved FKE-modellen verdsettes egenkapitalen ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen med egenkapitalkravet. Fra T+1 forutsettes det konstant vekst i de uendelige. Dette omtales som horisontleddet (Petersen mfl., 2017, s. 306). Følgelig er modellen en tostegs-modell, og uttrykkes matematisk som vist i formelen under (Knivsflå, 2019, F. 17. s. 36):

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekv)}$$

Der:

VEK_0 = Verdi av egenkapitalen i dag, FKE_t = Fri kontantstrøm til egenkapitalen ved tidspunkt t , ekv = egenkapitalkravet, ekv = egenkapitalvekst ved konstant vekst.

Vi har valgt å nytte fremtidige kontantstrømmer fram til T+1 i det første leddet i formelen over, og følgelig er horisontleddet beregnet fra T+2. Dette gjøres for å sikre at Europris er i «steady state».

Tabellen under viser beregnet verdi av egenkapitalen til Europris ved bruk av budsjetterte vekter:

FKE-modellen	1	2	3	4	5	M	7
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Fri kontantstrøm til egenkapital	-159 222	352 804	371 655	388 181	401 951	393 420	375 164
/Diskonteringsfaktor	1,0553	1,107	1,162	1,220	1,281	1,347	1,415
= Nåverdi av egenkapital	-150 885	318 707	319 924	318 269	313 738	292 176	265 090

FKE-modellen	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Fri kontantstrøm til egenkapital	353 111	327 289	266 804	257 444	99 610	201 458	207 501	213 726
/Diskonteringsfaktor	1,488	1,564	1,644	1,728	1,818	1,910	2,008	2,111
= Nåverdi av egenkapital	237 378	209 302	162 307	148 956	54 804	105 449	103 329	101 253

FKE-modellen	2019
Nåverdi fra 2020 til T+1	2 595 215
Nåverdi av horisontverdi fra T+2	5 140 998
Verdi av EK ved T=0	7 736 213
/ Antall aksjer	161 468 888
Verdiestimat per aksje	47,911479073

Tabell 11.1 - VEK ved FKE-modellen

11.2.2 Superprofitt til egenkapitalmodellen (SPE-modellen)

Superprofittmodellen verdsetter egenkapitalen ut fra balanseført verdi av egenkapitalen i dag, tillagt nåverdien av fremtidig superprofitt i budsjettperioden og nåverdien av superprofitt under konstant vekst (Knivsfå, 2019, F. 17. s. 49). Superprofitt er et uttrykk for meravkastning (Petersen mfl., 2017, s. 311). Superprofitt til egenkapitalen finner sted når egenkapitalrentabilitet overstiger avkastningskravet til egenkapitalen. SPE-modellen uttrykkes slik (Knivsfå, 2019, F. 17. s. 49):

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

Der:

$$SPE_t = EK_{t-1} * (ekr_t - ekk_t)$$

Verdiestimatet etter SPE-modellen med budsjetterte vektorer følger av tabell 11.2:

SPE-modellen	0 2019	1 2020	2 2021	3 2022	4 2023	5 2024	M 2025	7 2026
Balanseført egenkapital UB	1 650 794	2 245 818	2 409 179	2 563 990	2 706 929	2 834 738	2 963 498	3 088 457
Egenkapitalrentabilitet		0,2640	0,2298	0,2185	0,2071	0,1957	0,1842	0,1688
Egenkapitalkrav		0,0553	0,0490	0,0494	0,0499	0,0504	0,0510	0,0510
Superprofitt EK		344 586	406 078	407 387	403 182	393 259	377 589	348 892
/Diskonteringsfaktor		1,0553	1,1070	1,1617	1,2197	1,2812	1,3465	1,4152
= Nåverdien av SPE		326 543	366 833	350 682	330 568	306 953	280 419	246 527

SPE-modellen	8 2027	9 2028	10 2029	11 2030	T 2031	T+1 2032	T+2 2033	T+3 2034
Balanseført egenkapital UB	3 208 610	3 322 949	3 441 549	3 530 250	3 731 068	3 843 000	3 958 290	4 077 038
Egenkapitalrentabilitet	0,1532	0,1376	0,1160	0,1006	0,0851	0,0840	0,0840	0,0840
Egenkapitalkrav	0,0511	0,0512	0,0512	0,0514	0,0516	0,0511	0,0511	0,0511
Superprofitt EK	315 446	277 328	215 181	169 217	118 188	122 632	126 311	130 101
/Diskonteringsfaktor	1,4875	1,5637	1,6438	1,7283	1,8176	1,9105	2,0082	2,1108
= Nåverdien av SPE	212 058	177 352	130 903	97 908	65 026	64 189	62 899	61 635

SPE-modellen	2019
Verdien av EK fra 2020 til T+1	2 955 962
Nåverdi av horisontverdien fra T+2	3 129 457
Balanseført EK ved T=0	1 650 794
Verdien av egenkapital	7 736 213
Antall aksjer	161 468 888
Verdiestimat per aksje	47,911479073

Tabell 11.2 - VEK ved SPE-modellen

11.2.3 Superprofittvekst-modellen (Δ SPE-modellen)

Den siste modellen innen egenkapitalmetoden er superprofittvekst-modellen. Denne modellen beregner dagens verdi av egenkapitalen som kapitalisert verdi av nettoresultatet til egenkapitalen uten vekst det første året i budsjettperioden, tillagt nåverdien av fremtidig vekst

i superprofitt til egenkapitalen (Knivsflå, 2019, F. 17. s. 58). Matematisk uttrykkes Superprofittvekst-modellen slik (Knivsflå, 2019, F. 17. s. 60):

$$VEK_0 = \frac{NRE_t}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{T+1}) * (ekk - ekv)} \right\}$$

Der:

$NRE =$ Nettoresultat til egenkapitalen, $\Delta SPE =$ Superprofittvekst til egenkapitalen,

ΔSPE -modellen	2	3	4	5	M	7		
	2021	2022	2023	2024	2025	2026		
$(1+ekk_1) * SPE_t$	428 516	429 897	425 460	414 988	398 453	368 170		
$-(1+ekkt)*SPE_{t-1}$	361 478	426 149	427 715	423 513	413 318	396 858		
$/(1+ekkt)$	1,0490	1,0494	1,0499	1,0504	1,0510	1,0510		
=Superprofittvekst til EK	63 906	3 571	-2 147	-8 115	-14 143	-27 295		
/Diskonteringsfaktor	1,0553	1,1070	1,1617	1,2197	1,2812	1,3465		
Nåverdi	60 560	3 226	-1 849	-6 654	-11 039	-20 271		
ΔSPE -modellen	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
$(1+ekk_1) * SPE_t$	332 876	292 652	227 071	178 568	124 719	129 409	133 291	137 290
$-(1+ekkt)*SPE_{t-1}$	366 720	331 598	291 535	226 244	177 953	124 231	128 902	132 769
$/(1+ekkt)$	1,0511	1,0512	1,0512	1,0514	1,0516	1,0511	1,0511	1,0511
=Superprofittvekst til EK	-32 199	-37 049	-61 322	-45 345	-50 621	4 926	4 175	4 300
/Diskonteringsfaktor	1,4152	1,4875	1,5637	1,6438	1,7283	1,8176	1,9105	2,0082
Nåverdi	-22 752	-24 906	-39 216	-27 585	-29 289	2 710	2 185	2 141
ΔSPE -modellen	2019							
Nåverdi fra 2021 til T+2	-114 878							
Kapitalisert nåverdi	-2 079 034							
Nettoresultat 2020	435 802							
Kapitalisert nettoresultat	7 887 024							
Nåverdi av horisontverdi	106 545							
Kapitalisert horisontverdi	1 928 223							
Verdi av egenkapital	7 736 213							
/Antall aksjer	161 468 888							
= Verdiestimat per aksje	47,911479073							

Tabell 11.3 - VEK ved ΔSPE -modellen

Fra tabell 11,1, 11,2 og 11,3 ser vi at alle de tre metodene; FKE-modellen, SPE-modellen og ΔSPE -modellen gir samme estimat på verdien av egenkapitalen, og således samme verdiestimat per aksje. Estimaten på verdien av egenkapitalen ved bruk av budsjetterte vekter er MNOK 7 736,213, og verdiestimatet per aksje er NOK 47,911.

11.3 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden verdsetter verdien av egenkapitalen *indirekte*. Dette gjøres ved at verdien av selskapskapitalen, verdien av netto finansiell gjeld/ finansiell gjeld og verdien av

eventuelle minoritetsinteresser verdsettes først. Deretter finnes verdien av egenkapitalen residualt, ved å trekke verdien av netto finansiell gjeld/ finansiell gjeld og verdien av minoritetsinteressene fra verdien av selskapskapitalen (Petersen mfl., s. 309-310). Som mål på selskapskapitalen vil vi nytte sysselsatt kapital og netto driftskapital, og følgelig vil vi i verdsettelsen nytte metodene *sysselsatt kapital-metoden* og *netto driftskapital-metoden*. En tredje metode innen selskapskapitalmetoden er som nevnt i kapittel 3, totalkapitalmetoden, men denne metoden anses som utdatert, og vil følgelig ikke nyttes i denne utredningen.

Ved henholdsvis sysselsatt-kapitalmetoden (SSK-metoden) og netto driftskapitalmetoden (NDK-metoden) finnes verdien av egenkapitalen slik (Knivsfå, 2019, F. 18. s. 6):

Sysselsatt-kapitalmetoden:

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

Netto driftskapitalmetoden:

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

Innenfor hver av disse metodene vil vi som ved egenkapitalmetoden nytte *fri-kontantstrøm-modellen*, *superprofitt-modellen* og *superprofittvekst-modellen*.

Vi minner om at Europris ikke har minoritetsinteresser, samt at verdien av netto finansiell gjeld/ finansiell gjeld er lik balanseført verdi som følge av at vi har forutsatt at rentabiliteten er lik kravet til kapitalene.

11.3.1 Fri kontantstrøm fra drift-modellen (FKD-modellen)

Ved fri kontantstrøm fra drift modellen estimeres dagens verdi av netto driftskapital ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer til netto driftskapital med netto driftskravet (Petersen mfl., 2017, s. 309). Deretter trekkes verdien av netto finansiell gjeld og verdien av minoritetsinteressene fra den estimerte verdien av netto driftskapital, og dagens verdi av egenkapitalen fremkommer residualt (Knivsfå, 2019, F.18, s. 16). Dagens verdi av netto driftskapital beregnes med følgende formel:

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

Der:

$VNDK_0 =$ Verdien av netto driftskapital, $FKD_t =$ Fri kontantstrøm fra drift, $ndk =$ netto driftskravet, $ndv =$ netto driftsvekst

Ettersom vi har forutsatt at rentabiliteten til netto finansiell gjeld er lik avkastningskravet til netto finansiell gjeld, er virkelig verdi av netto finansiell gjeld lik balanseført verdi av netto finansiell gjeld. Ved bruk av formelen over estimeres dagenes verdi av netto driftskapital, og ved å trekke fra verdien av netto finansiell gjeld fremkommer estimatet på verdien av egenkapitalen som presentert i tabell 11.4.

FKD-modellen	1 2020	2 2021	3 2022	4 2023	5 2024	M 2025	7 2026
Fri kontantstrøm fra drift	294 485	409 064	455 915	500 569	541 910	540 565	531 645
/ Diskonteringsfaktor	1,0344	1,0723	1,1131	1,1569	1,2039	1,2544	1,3079
= Nåverdi	284 702	381 470	409 589	432 690	450 134	430 940	406 492

FKD-modellen	8 2027	9 2028	10 2029	11 2030	T 2031	T+1 2032	T+2 2033	T+3 2034
Fri kontantstrøm fra drift	518 432	500 841	459 106	473 738	236 043	243 124	250 418	257 931
/ Diskonteringsfaktor	1,3646	1,4247	1,4931	1,5656	1,6427	1,7233	1,8079	1,8966
= Nåverdi	379 916	351 534	307 489	302 585	143 693	141 081	138 516	135 998

FKD-modellen	2019
Nåverdi fra 2020 til T +1	4 422 316
+ Nåverdi av horisontverdien fra T+2	7 619 473
= Verdi av netto driftskapital	12 041 789
- Netto finansiell gjeld	3 405 830
= Verdi av egenkapital	8 635 959
/ Antall aksjer	161 468 888
= Verdiestimat per aksje	53,483732986

Tabell 11.4 - VEK ved FKD-modellen

11.3.2 Superprofitt fra drift-modellen (SPD-modellen)

Ved superprofitt fra drift-modellen beregnes verdien av netto driftskapital som summen av balanseført verdi av netto driftskapital i dag, nåverdien av fremtidig superprofitt fra drift over budsjettperioden, og nåverdien av superprofitt fra drift under kontant vekst (Knivsfå, 2019, F. 18, s. 20):

$$VNDK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) * (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

Der:

$$\text{Superprofitt fra drift ved tidspunkt } t = SPD_t = (ndr_t - ndk_t) * NDE_{t-1}$$

Deretter finnes verdien av egenkapitalen residualt ved å trekke fra verdien av netto finansiell gjeld. Tabell 11.5 viser beregningene og estimatet på verdien av egenkapitalen etter superprofitt fra drift-modellen.

SPD-modellen	0	1	2	3	4	5	M	7
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Netto driftskapital	5 056 624	5 280 498	5 471 348	5 630 826	5 754 881	5 840 084	5 922 072	5 991 909
Netto driftsrentabilitet		0,1025	0,1136	0,1125	0,1109	0,1090	0,1066	0,1016
Netto driftskrav		0,0344	0,0367	0,0380	0,0393	0,0406	0,0419	0,0427
= Superprofitt fra drift		344 586	406 078	407 387	403 182	393 259	377 589	348 892
/ Diskonteringsfaktor		1,0344	1,0723	1,1131	1,1569	1,2039	1,2544	1,3079
= Nåverdi		333 138	378 686	365 992	348 509	326 657	301 015	266 760

SPD-modellen	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Netto driftskapital	6 048 727	6 091 760	6 140 088	6 133 941	6 317 959	6 507 498	6 702 723	6 903 804
Netto driftsrentabilitet	0,0960	0,0899	0,0833	0,0762	0,0685	0,0685	0,0685	0,0685
Netto driftskrav	0,0434	0,0441	0,0480	0,0486	0,0492	0,0491	0,0491	0,0491
= Superprofitt fra drift	315 446	277 328	215 181	169 217	118 188	122 632	126 311	130 101
/ Diskonteringsfaktor	1,3646	1,4247	1,4931	1,5656	1,6427	1,7233	1,8079	1,8966
= Nåverdi	231 164	194 653	144 119	108 082	71 948	71 162	69 868	68 598

SPD-modellen	2019
Balanseført netto driftskapital	5 056 624
+ Nåverdi fra 2020 til T +1	3 141 887
+ Nåverdi til horisontverdien fra T+2	3 843 278
= Verdi av netto driftskapital	12 041 789
- Netto finansiell gjeld	3 405 830
= Verdi av egenkapital	8 635 959
/ Antall aksjer	161 468 888
= Verdiestimat per aksje	53,483732986

Tabell 11.5 - VEK ved SPD-modellen

11.3.3 Superprofittvekst fra drift modellen (Δ SPD-modellen)

Ved superprofittvekst fra drift-modellen beregnes dagens verdi av netto driftskapital som summen av kapitalisert verdi av netto driftsresultat uten vekst det første året i budsjettperioden, og nåverdien av fremtidig vekst i superprofitt fra drift. Deretter trekkes verdien av netto finansiell gjeld fra, og verdien av egenkapitalen fremkommer residualt. Følgende formel nyttes for å beregne verdien av netto driftskapital ved Δ SPD-modellen (Knivsflå, 2019, 2019, F. 18, s. 20):

$$VNDK_0 = \frac{NDR_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} * \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{T+1}) * (ndk - ndv)} \right\}$$

Der:

$$\Delta SPD_t = \frac{(1 + ndk_1) * SPD_t - (1 + ndk_t) * SPD_{t-1}}{1 + ndk_t}$$

Verdiestimatet på verdien av egenkapitalen ved bruk av ΔSPD -modellen fremkommer av tabell 11.6.

ΔSPD -modellen	2	3	4	5	M	7		
	2021	2022	2023	2024	2025	2026		
(1+ndk1) * SPDt	420 033	421 387	417 038	406 773	390 565	360 882		
- (1+ndkt) * SPDt-1	357 235	421 516	423 408	419 566	409 754	393 694		
/ (1+ndkt)	1,0367	1,0380	1,0393	1,0406	1,0419	1,0427		
= Superprofittvekst fra drift	60 574	-125	-6 129	-12 293	-18 417	-31 470		
/Diskonteringsfaktor	1,0344	1,0723	1,1131	1,1569	1,2039	1,2544		
= Nåverdi	58 562	-116	-5 507	-10 626	-15 298	-25 088		
ΔSPD -modellen	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
(1+ndk1) * SPDt	326 286	286 859	222 576	175 033	122 250	126 847	130 652	134 572
- (1+ndkt) * SPDt-1	364 020	329 346	290 633	225 638	177 545	123 988	128 650	132 510
/ (1+ndkt)	1,0434	1,0441	1,0480	1,0486	1,0492	1,0491	1,0491	1,0491
= Superprofittvekst fra drift	-36 165	-40 694	-64 942	-48 260	-52 702	2 725	1 908	1 966
/Diskonteringsfaktor	1,3079	1,3646	1,4247	1,4931	1,5656	1,6427	1,7233	1,8079
= Nåverdi	-27 652	-29 821	-45 582	-32 322	-33 662	1 659	1 107	1 087
ΔSPD -modellen	2019							
Nåverdi fra 2021 til T+2	-164 345							
Kapitalisert nåverdi	-4 782 293							
Netto driftsresultat 2020	518 359							
Kapitalisert nettoresultat	15 083 763							
Nåverdi av horisontverdi	59 807							
Kapitalisert horisontverdi	1 740 319							
= Verdi av netto driftskapital	12 041 789							
- Netto finansiell gjeld	3 405 830							
= Verdi av egenkapital	8 635 959							
/Antall aksjer	161 468 888							
= Verdiestimat per aksje	53,483732986							

Tabell 11.6 - VEK ved ΔSPD -modellen

Av tabell 11.4, 11.5 og 11.6 ser vi at alle modellene innen nettodriftskapital-metoden gir samme verdiestimat på netto driftskapital og følgelig samme verdiestimat på egenkapitalen.

11.3.4 Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital-modellen (FKS-modellen)

Ved fri kontantstrøm til sysselsatt kapital-modellen neddiskonteres fremtidige kontantstrømmer til sysselsatt kapital med avkastningskravet til sysselsatt kapital. Deretter trekkes verdien av finansiell gjeld fra, og verdien av egenkapitalen fremkommer residualt.

Formelen for å beregne verdien av sysselsatt kapital etter FKS-modellen uttrykkes slik (Knivsflå, 2019, F.18, s. 9):

$$VSSK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKS_t}{(1 + skk_1) * (1 + skk_t)} + \frac{FKS_{T+1}}{(1 + skk_1) * \dots * (1 + skk_T) * (skk - skv)}$$

Der:

$VSSK_0$ = dagens verdi av sysselsatt kapital, FKS_t = fri kontantstrøm til sysselsatt kapital, skk = avkastningskrav til sysselsatt kapital, skv = sysselsatt kapital vekst

Av tabell 11.7 fremkommer verdierestimatet på egenkapitalen beregnet med fri kontantstrøm til sysselsatt kapital-metoden.

FKS-modellen	1 2020	2 2021	3 2022	4 2023	5 2024	M 2025	7 2026
Fri kontantstrøm til SSK	-149 534	397 856	448 314	496 947	542 567	542 269	534 896
/ Diskonteringsfaktor	1,0342	1,0702	1,1089	1,1503	1,1949	1,2427	1,2932
= Nåverdi av egenkapital	-144 583	371 746	404 297	431 998	454 083	436 379	413 613

FKS-modellen	8 2027	9 2028	10 2029	11 2030	T 2031	T+1 2032	T+2 2033	T+3 2034
Fri kontantstrøm til SSK	523 299	507 383	465 583	485 572	230 994	238 531	245 687	253 058
/ Diskonteringsfaktor	1,3468	1,4034	1,4676	1,5356	1,6077	1,6830	1,7618	1,8443
= Nåverdi av egenkapital	388 562	361 528	317 239	316 207	143 678	141 730	139 453	137 212

FKS-modellen	2019
Nåverdi fra 2020 til T+1	4 036 476
Nåverdi av horisontverdi fra T+2	8 678 464
Verdi av sysselsatt kapital	12 714 941
- Verdi finansiell gjeld	3 434 151
= Verdi av egenkapital	9 280 789
/ Antall aksjer	161 468 888
= Verdiestimat per aksje	57,477260534

Tabell 11.7 - VEK ved FKS-modellen

11.3.5 Superprofitt fra sysselsatt kapital-modellen (SPS-modellen)

Ved superprofitt fra sysselsatt kapital-modellen verdsettes sysselsatt kapital som summen av balanseført verdi av sysselsatt kapital i dag, nåverdien av fremtidig superprofitt fra sysselsatt kapital over budsjettperioden, og nåverdien av superprofitt fra sysselsatt kapital under konstant vekst. Ved å trekke fra verdien av finansiell gjeld fremkommer verdien av egenkapitalen (Knivsflå, 2019, F. 18, s. 10).

$$VSSK_0 = SSK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SSK_t}{(1 + skk_1) * (1 + skk_t)} + \frac{SSK_{T+1}}{(1 + skk_1) * \dots * (1 + skk_T) * (skk - skv)}$$

Der:

$$SPSt = \text{Superprofitt til sysselsatt kapital ved tidspunkt } t = NRS_t - skk_t * SSK_{t-1}$$

NRS = Nettoresultat til sysselsatt kapital, SSK = Sysselsatt kapital, skk = avkastningskrav til sysselsatt kapital, skv = sysselsatt kapital vekst.

SPS-modellen	0	1	2	3	4	5	M	7
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Balanseført SSK	5 084 945							
SPS		344 586	406 078	407 387	403 182	393 259	377 589	348 892
/Diskonteringsfaktor		1,0342	1,0702	1,1089	1,1503	1,1949	1,2427	1,2932
= Nåverdi		333 178	379 429	367 388	350 488	329 124	303 856	269 784

SPS-modellen	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Balanseført SSK								
SPS	315 446	277 328	215 181	169 217	118 188	122 632	126 311	130 101
/Diskonteringsfaktor	1,3468	1,4034	1,4676	1,5356	1,6077	1,6830	1,7618	1,8443
= Nåverdi	234 226	197 606	146 620	110 195	73 513	72 866	71 695	70 543

SPS-modellen	2019
Balanseført SSK	5 084 945
Nåverdi av SPS 1 til T+1	3 168 272
Nåverdi av horisontverdi T+2	4 461 723
Verdi av SSK	12 714 941
- Verdi finansiell gjeld	3 434 151
= Verdien av egenkapitalen	9 280 789
/Antall aksjer	161 468 888
= Verdiestimat per aksje	57,477260534

Tabell 11.8 - VEK ved SPS-modellen

11.3.6 Superprofittvekst fra sysselsatt kapital-modellen (Δ SPS-modellen)

Ved superprofittvekst fra sysselsatt kapital-modellen beregnes dagens verdi av sysselsatt kapital som summen av neddiskontert fremtidig superprofitt til sysselsatt kapital over budsjettperioden, og kapitalisert verdi av netto resultat til sysselsatt kapital det første året i budsjettperioden. Deretter finnes verdien av egenkapitalen ved å trekke fra verdien av finansiell gjeld. Δ SPD-modellen uttrykkes slik matematisk (Knivsfå, 2019, F. 18. s. 10):

$$VSSK_0 = \frac{NRS_1}{skk_1} + \frac{1}{skk_1} * \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPS_t}{(1 + skk_1) * \dots * (1 + skk_{t-1})} + \frac{\Delta SPS_{T+2}}{(1 + skk_1) * \dots * (1 + skk_{T+1}) * (skk - skv)} \right\}$$

Der:

$$\Delta SPS_t = \frac{(1 + skk_1) * SPS_t - (1 + skk_t) * SPS_{t-1}}{1 + skk_t}$$

Δ SPS-modellen	2	3	4	5	M	7		
	2021	2022	2023	2024	2025	2026		
(1+ssk1) * SPSt	419 983	421 336	416 988	406 724	390 518	360 839		
- (1+sskt) * SPSt-1	356 579	420 738	422 623	418 785	408 989	392 955		
/(1+sskt)	1,0348	1,0361	1,0374	1,0387	1,0400	1,0407		
= Superprofittvekst	61 272	577	-5 433	-11 611	-17 760	-30 861		
/Diskonteringsfaktor	1,0342	1,0702	1,1089	1,1503	1,1949	1,2427		
= Nåverdi	59 243	539	-4 899	-10 094	-14 864	-24 834		
Δ SPS-modellen	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
(1+ssk1) * SPSt	326 247	286 824	222 549	175 012	122 235	126 832	130 636	134 556
- (1+sskt) * SPSt-1	363 333	328 722	290 008	225 152	177 163	123 722	128 374	132 225
/(1+sskt)	1,0414	1,0421	1,0457	1,0463	1,0470	1,0468	1,0468	1,0468
= Superprofittvekst	-35 612	-40 206	-64 509	-47 920	-52 464	2 971	2 161	2 226
/Diskonteringsfaktor	1,2932	1,3468	1,4034	1,4676	1,5356	1,6077	1,6830	1,7618
= Nåverdi	-27 538	-29 854	-45 965	-32 652	-34 165	1 848	1 284	1 263
Δ SPS-modellen	2019							
Nåverdi 2021 til T+2	-161 950							
Kapitalisert verdi	-4 729 657							
Nåverdi av horisontverdi T+3	78 626							
Kapitalisert horisontverdi	2 296 228							
Nettoresultat fra SSK 2020	518 702							
Kapitalisert nettoresultat	15 148 370							
= Verdi av SSK	12 714 941							
- Finansiell gjeld	3 434 151							
= Verdi av egenkapitalen	9 280 789							
/ Antall aksjer	161 468 888							
= Verdiestimat per aksje	57,477260534							

Tabell 11.9 - VEK ved Δ SPS-modellen

Av tabell 11.7, 11,8 og 11,9 ser vi at alle modellene innen sysselsattkapital-metoden gir samme verdiestimat på sysselsatt kapital og dermed samme verdiestimat på egenkapitalen.

11.4 Oppsummering av første verdiestimat og konvergens

Tabellene under oppsummerer resultatene fra første verdiestimat egenkapitalen til Europris, samt den enkelte Europris-aksje, beregnet med budsjetterte vektorer og krav:

METODE	MODELL		
	FK	SP	Δ SP
Egenkapitalmetoden	7 736 213	7 736 213	7 736 213
Netto driftskapitalmetoden	8 635 959	8 635 959	8 635 959
Sysselsattkapitalmetoden	9 280 789	9 280 789	9 280 789

METODE	MODELL		
	FK	SP	Δ SP
Egenkapitalmetoden	47,911	47,911	47,911
Netto driftskapitalmetoden	53,484	53,484	53,484
Sysselsattkapitalmetoden	57,477	57,477	57,477

Tabell 11.10 - Oppsummering første verdierestimert på egenkapitalen til Europris ved ulike metoder

Som tabell 11.10 illustrerer, gav fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og endring i superprofittmodellen samme verdierestimert for den enkelte metode. Dette er som forventet. Av tabellen ser vi videre at hver av metodene gav ulike verdierestimert på egenkapitalen til Europris. Dette er som forventet, og skyldes at vi har brukt budsjetterte vekter ved estimering av betaverdier og avkastningskrav.

11.4.1 Konvergens mot endelig verdierestimert

For å oppnå et felles verdierestimert etter egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden må avkastningskravene oppdateres med beregnede vekter, og egenkapitalen må verdsettes på ny i en konvergensprosess. Vektene oppdateres med utgangspunkt i gjennomsnittet av estimert verdi av egenkapitalen etter egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Denne prosessen vil gjentas til alle de fundamentale verdsettelsesmetodene gir samme verdierestimert på egenkapitalen, og følgelig samme verdierestimert på aksjekursen.

For å konvergere verdierestimertene må minst én av modellene innen egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden nyttes. Vi vil videre i utredningen nytte egenkapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden. Innen disse metodene vil vi videre nytte fri kontantstrøm-modellen og superprofitt-modellen. Vi nytter to modeller innen hver metode, for å sikre og kontrollere at alle beregninger utføres korrekt.

Konvergeringsprosessen følger følgende tre steg (Knivsflå, 2019, F. 18):

1. Egenkapitalen verdsettes etter egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden basert på budsjetterte vekter, og avkastningskrav basert på budsjetterte vekter. Deretter beregnes gjennomsnittet av estimert egenkapitalverdi etter de to metodene.

2. Alle vekter og avkastningskrav oppdateres ut fra gjennomsnittet av egenkapitalverdien estimert etter egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden i steg 1. Derne estimeres verdien av egenkapitalen på ny etter både egenkapital- og selskapskapitalmetoden, basert på oppdaterte vekter og krav, og gjennomsnittlig egenkapitalverdi etter de to metodene beregnes.

3. Prosedyren gjentas til egenkapital- og selskapskapitalmetoden gir ekvivalente verdiestimat på egenkapital og aksjekurs.

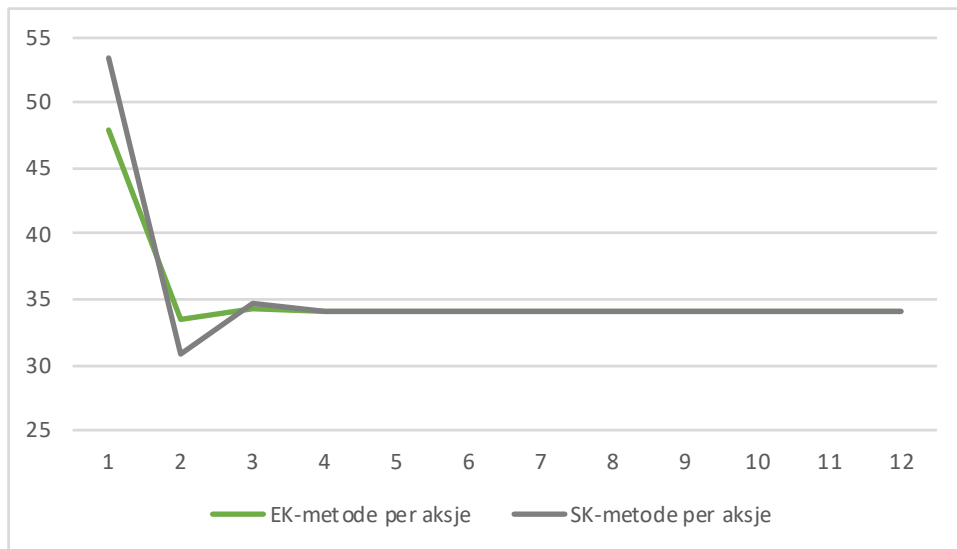
Konvergensprosedyren ble foretatt i 12 steg, og i steg nr. 12 gav egenkapital- og selskapskapitalmetoden samme verdiestimat på egenkapitalen. Tabellen under viser konvergeringsprosessen.

Steg	1	2	3	4	5	6
EK-metode	7 736 213	5 388 775	5 388 775	5 487 603	5 502 460	5 501 697
SK-metode	8 635 959	4 989 510	5 547 257	5 601 149	5 491 600	5 500 868
Avvik i prosent	11,63 %	8,00 %	2,94 %	2,07 %	0,20 %	0,02 %
Gjennomsnitt	8 186 086	5 189 142	5 468 016	5 544 376	5 497 030	5 501 283
EK-metode per aksje	47,9115	33,3735	34,3550	33,9855	34,0775	34,0728
SK-metode per aksje	53,4837	30,9008	34,6887	34,0677	34,0103	34,0749

Steg	7	8	9	10	11	12
EK-metode	5 500 550	5 500 653	5 500 638	5 500 641	5 500 641	5 500 641
SK-metode	5 500 443	5 500 681	5 500 633	5 500 642	5 500 640	5 500 641
Avvik i prosent	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Gjennomsnitt	5 500 497	5 500 667	5 500 635	5 500 642	5 500 641	5 500 641
EK-metode per aksje	34,0657	34,0663	34,0662	34,0663	34,0663	34,0663
SK-metode per aksje	34,0650	34,0665	34,0662	34,0663	34,0663	34,0663

Tabell 11.11 - Konvergens mot endelig verdiestimat

Konvergent verdiestimat på egenkapitalen til Europris er MNOK 5 500,641. Fordelt på 161 468 888 aksjer tilsvarer dette en verdi på NOK 34,066 per aksje. Figur 11.2 illustrerer konvergeringsprosessen:



Figur 11.2 – Konvergens mot endelig verdiestimat, aksjekurs

Figur 11.2 viser at selskapskapitalmetoden gav høyest verdiestimat basert på budsjetterte vekter, mens egenkapitalmetoden gav høyere verdiestimat i steg 2. Fra steg 5 gav de to metodene relativt likt verdiestimat, og i steg 12 gav de helt likt verdiestimat på verdien av egenkapitalen målt i NOK 1000.

11.4.2 Vurdering av verdiestimatet

Vårt verdiestimat på egenkapitalen til Europris er etter konvergensprosessen MNOK 5 500,641. Antall utstedte aksjer ved verdsettelsestidspunktet, 29. november 2019, var 166 968 888, og antall egne aksjer var 5 500 000 jf. tabell 2.2. Følgelig var antallet utestående aksjer 161 468 888. Dette innebærer at vårt estimat på egenkapitalverdien til Europris tilsvarer en aksjekurs på NOK 34,066. Faktisk aksjekurs per 29. november var NOK 32,16, hvilket gir en markedsverdi av egenkapitalen på $\text{NOK } 32,16 * 161\,468\,888 = \text{MNOK } 5\,192,2839$. Dette innebærer at vårt verdiestimat på egenkapitalen er omlag 5,9 prosent høyere enn markedsverdien per 29. november 2019.

For å vurdere rimeligheten av verdiestimatet vil vi benytte forholdstall innen relativ prising. Det første forholdstallet vi vil undersøke er pris/bok, der «pris» er vårt verdiestimat per aksje, og «bok» er balanseført egenkapital per aksje. Balanseført egenkapital per aksje den 29. november. 2019 var: $\text{NOK } 10,2236 (= \text{MNOK } 1650,794 / 161\,468\,888)$. Dette gir følgende fundamentalt pris/bok forhold den 29. november 2019:

$$\frac{Pris}{Bok} = \frac{34,0663}{10,2236} = 3,332$$

Forholdstallet innebærer at vi med vårt verdiestimat vurderer verdien av egenkapitalen til Europris for å være 3,332 ganger høyere enn balanseført verdi per 29.11. 2019. Dette er relativt høyt, og gjenspeiler budsjettert fremtidig superrentabilitet for Europris. I den strategiske analysen i kapittel 4 konkluderte vi med en forventning om en svært stor bransjefordel i bvubransjen, hvilket ble bekreftet i den strategiske rentabilitetsanalysen i kapittel 8. Bransjefordelen kommer hovedsakelig av at bvubransjen vokser på bekostning av faghandel, sterke etableringsbarrierer, og svake substitutter. I den strategiske vekstanalysen argumenterte vi for at bransjefordelen forventes å reduseres på sikt, men at den fremdeles vil være stor de første årene i budsjettperioden. Videre ble det budsjettert med at ressursulempen til Europris vil gå mot paritet på lang sikt. Oppsummert innebærer dette at Europris forventes å ha en *stor* strategisk fordel fra driften de første årene i budsjettperioden, som gradvis vil reduseres til en *liten* fordel i «steady state». Som følge av vår forventning til fremtidig utvikling i strategisk fordel for Europris, blir følgelig pris/bok-forholdet høyt. På bakgrunn av dette mener vi at pris/bok forholdet er rimelig, og venter at Europris vil skape merverdier utover sine eiendeler i fremtiden.

Det neste forholdstallet innen relativ prising som vil undersøkes er pris/fortjeneste, der «pris» er vårt verdiestimat per aksje, og «fortjeneste» er nettoresultatet til egenkapitalen i 2020. Nettoresultatet til egenkapitalen i 2020 ble i kapittel 9.4.1 estimert til NOK 435 801 844. Følgelig gir dette et nettoresultat per aksje lik: NOK 2,699 (=NOK 435 801 844 / 161 468 888). Dette gir følgende pris/fortjeneste forhold:

$$\frac{Pris}{Fortjeneste} = \frac{34,0663}{2,699} = 12,622$$

Det «normale» pris/fortjeneste- forholdet estimeres ved 1/egenkapitalkravet. Egenkapitalkravet for 2020 ble estimert i kapittel 10.1.5 til 5,53 prosent. «Normalt» pris/fortjenesteforhold blir da som følger:

$$\frac{1}{ekk} = \frac{1}{0,0553} = 18,08$$

Følgelig ser at vi det «normale» pris/fortjeneste-forholdet er høyere enn vårt fundamentale pris/fortjenesteforhold. At pris/bok forholdet er høyere enn én og fundamentalt pris/fortjenesteforhold er lavere enn «normalt» pris-fortjenesteforhold, tenderer til å være tilfellet når strategisk fordel er stor (Knivsflå, 2019, F. 17. s. 62). Dette skyldes at konkurransekraftene er ventet å virke slik at den strategiske fordelene reduseres på sikt. I kapittel 4.5 konkluderte vi med en forventning om at den svært store bransjefordelen vil reduseres til en *stor* fordel på mellomlang sikt, og til en *liten* fordel på lang sikt. Vi venter at økende konkurranse internt i bransjen, samt økende netthandel vil redusere bransjefordelen. Dette ble lagt til grunn ved budsjettering av fremtidsregnskapet til Europris i kapittel 9, hovedsakelig i form av at driftsinntektsveksten og netto driftsmarginen ble budsjettet til å være høy de første årene i budsjettperioden, for så å avta. Ressursulempen ble budsjettet til å gå mot paritet, men reduksjonen i bransjefordelen vil veie tyngst slik at den strategiske fordelene reduseres til en *liten* strategisk fordel i konstant vekst. Følgelig har vi budsjettet med *negativ superprofittvekst*. Dette resulterer i at det fundamentale pris/fortjeneste-forholdet blir lavere enn det «normale», og er slik i tråd med våre forventninger.

Oppsummert mener vi det beregnede fundamentale pris/bok forholdet og det fundamentale pris/fortjenesteforholdet virker rimelig ut fra vår forventning til utvikling i strategisk fordel for Europris i fremtiden. Følgelig anser vi vårt verdiestimat på 34,066 for å være rimelig.

11.5 Usikkerhet i verdiestimatet

Det konvergente verdiestimatet fra kapittel 11.3.8 på NOK 34,066 er et *punktestimat* basert på vår forventning om fremtidig utvikling i budsjettdriverne som har blitt nyttet i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Punktestimatet synliggjør ikke usikkerheten i verdiestimatet. Hvordan budsjettdriverne faktisk vil utvikle seg i fremtiden er usikkert. For å belyse usikkerheten i verdiestimatet, vil dette kapitlet analysere usikkerheten i budsjettdriverne og fordelingen rundt punktestimatet.

Det første vi vil se nærmere på er konkurssansynlighet. Dernest vil vi nytte simulering- og sensitivitetsanalyser for å belyse hvorvidt verdiestimatet endres når budsjettdriverne endres. Til dette formålet nyttes programvaren Crystal Ball i Microsoft Excel.

11.5.1 Verdiestimat hensyntatt kortsiktig konkursrisiko

Risikoen for konkurs kan tas hensyn til ved to ulike tilnærminger ved fundamental verdivurdering. Den ene måten er å ta hensyn til konkursrisikoen ved utarbeidelse av fremtidsregnskap. Alternativt kan fremtidsregnskapet utarbeides under forutsetning av fortsatt drift, for så å ta hensyn til konkursrisiko separat (Damodaran, 2012, s. 633-634). Ved utarbeidelse av fremtidskrav analyserte vi likviditet- og soliditetsrisiko som resulterte i en syntetisk rating for hvert enkelt år i budsjettperioden. Den syntetiske ratingen la så føringen for hvilken kredittrisikopremie som ble lagt til grunn ved fastsettelse av finansielt gjeldskrav, som videre påvirker krav som netto finansielt gjeldskrav, krav til sysselsatt kapital og netto driftskrav. Selv om konkurssannsynlighet er hensyntatt i fremtidsregnskapet og punkttestimatet, vil typisk fremtidsregnskapet i praksis undervurdere konkursrisikoen (Knivsflå, 2019, F. 19, s. 22). Dette skyldes at fremtidsregnskapet er utarbeidet under forutsetning om fortsatt drift, med kontantstrømmer i det uendelige (Damodaran, 2012, s. 633). Av den grunn velger vi å justere vårt punkttestimat for kortsiktig konkursrisiko. Dette gjøres ved følgende formel:

$$VEK = (1 - p_{KORT}) * FVEK + p_{KORT} * LVEK$$

Der:

VEK = Verdien av egenkapitalen, P_{KORT} = Konkurssannsynlighet på kort sikt, FVEK = Fundamentalverdi av egenkapitalen, LVEK = Likvidasjonsverdi av egenkapitalen.

Ved en konkurs vil eiendelene bli realisert raskt gjennom et konkursbo. Dette innebær at eiendelene typisk vil bli realisert til et lavere vederlag enn hva man ville oppnådd ved en styrt avvikling (Damodaran, 2012, s. 633). Dersom Europris går konkurs vil goodwill-posten forsvinne. Goodwill-posten alene er på 1,61 milliarder. Egenkapitalen er 1,65 milliarder. Ettersom resterende eiendeler, og spesielt de resterende immaterielle eiendelene også anses for å ha lav likvidasjonsverdi, vil ikke eierne i Europris få noe igjen dersom selskapet går konkurs, og trolig vil ikke kreditorene få full dekning. Dette innebærer at likvidasjonsverdien av egenkapitalen er null.

Europris sin syntetiske rating i budsjettperioden ble i kapittel 10.2.1 fastsatt til BBB i perioden 2020-2028, og BBB- fra 2029. Vi velger å ta utgangspunkt i en BBB rating ved justering for konkursrisiko, hvilket svarer til en kortsiktig konkurssannsynlighet på 0,3 prosent (Knivsflå, 2019, F. 19, s. 22). Videre settes likvidasjonsverdien av egenkapitalen til null jf. diskusjonen

over, og fundamentalverdien av egenkapitalen per aksje er 34,066. Dette gir følgende verdi av den enkelte Europris aksje etter justering for kortsiktig konkurrisiko:

$$\text{Verdi aksje} = (1 - 0,003) * 34,066 + 0,003 * 0 = 33,96$$

Oppdatert verdiestimat på Europris aksjen som vil nyttes i det videre er dermed **NOK 33,96**.

Hvorvidt vårt punkttestimat undervurderer konkursscenariet vil imidlertid bli kartlagt ved simuleringsanalyse i det følgende. Det er *ingen selvfølge* at det opprinnelige punkttestimatet undervurderer konkurssannsynligheten. Dersom simuleringsanalysen utført ved bruk av det konkursjusterte punkttestimatet viser seg å overvurdere konkurssannsynligheten, vil det følgelig være aktuelt å se bort fra det konkursjusterte punkttestimatet og benytte det opprinnelige. Imidlertid er effekten av justeringen liten, ettersom Europris har god kredittrating.

11.5.2 Simuleringsanalyse

I dette delkapittelet vil usikkerheten i verdiestimatet analyseres ved simulering. Dette gjøres ved å gjøre budsjett- og verdidriverne stokastiske slik at vi får en fordeling rundt verdiestimatet, fremfor et punkttestimat (Knivsflå, 2019, F.19, s. 24). Ved utarbeidelse av fremtidsregnskap forutsatte vi lineær utvikling mellom budsjettpunkt 2 og M, samt mellom budsjettpunkt M og T. Ved å gjøre budsjettpunktene stokastiske, blir banen mellom budsjettpunktene fremdeles lineær, men alle punktene blir stokastiske. Simuleringsanalysen trekker oppmerksomhet mot usikkerheten i verdiestimatet, og vi får en fordeling rundt verdiestimatet. Før selve simuleringen kan gjennomføres må vi imidlertid først definere kritiske budsjett- og verdidrivere, standardavvik og sannsynlighetsfordeling, samt undersøke korrelasjon mellom driverne (Damodaran, 2012, s. 908).

Kritiske budsjett og verdidrivere

Ved simuleringsanalyse kan en velge mellom å fokusere på et stort antall drivere, eller fokusere på de driverne som er av størst betydning for verdiestimatet. Damodaran (2012) argumenterer for at man bør avgrense antall drivere til de driverne som har signifikant betydning for verdiestimatet (Damodaran, 2012, s. 908). Driverne som påvirker driften vil typisk være av størst betydning for verdiestimatet. Finansielle drivere har mindre betydning ettersom finansieringsfordelen forventes å være tilnærmet lik null. De kritiske budsjettdriverne

som vil nyttes i simuleringsanalysen er derfor *driftsinntektsvekst*, *netto driftsmargin* og *omløpet til netto driftseiendeler*.

Standardavvik og sannsynlighetsfordeling

For å kunne definere sannsynlighetsfordelingen til de valgte driftsrelaterte driverne har vi valgt å estimere standardavviket til driverne basert på historiske data. Resultatene fremgår av tabell 11.12.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Std. Europris	Std. Bransjen
div	13,3 %	8,8 %	9,9 %	6,6 %	7,3 %	9,0 %	2,4 %	2,9 %
ndm	10,3 %	10,0 %	9,5 %	8,5 %	8,3 %	7,2 %	1,2 %	0,3 %
onde	0,98	1,07	1,13	1,19	1,26	1,33	13 %	18 %

Tabell 11.12 - Historisk standardavvik for valgte budsjett drivere

Standardavviket for henholdsvis driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler er 2,4%, 1,2% og 13% over analyseperioden. Standardavviket til driftsinntektsvekst og netto driftsmargin er relativt likt for Europris og bransjen. Derimot er standardavviket til omløpet til netto driftseiendeler en del høyere for bransjen enn for Europris. Vi velger likevel å ta utgangspunkt i standardavvikene til Europris..

Usikkerheten i driverne er betydelig mindre på kort sikt enn på mellomlang sikt. Dette skyldes at det er mer utfordrende å predikere utviklingen i driverne på mellomlang sikt. Av den grunn velger vi å benytte høyere standardavvik på mellomlang sikt enn på kort sikt. På mellomlang sikt (budsjett punkt M) har vi skalert opp standardavviket til alle driverne med en faktor på 1,5. Under konstant vekst vil det derimot være typisk være mindre usikkerhet knyttet til verdidriverne, og følgelig vil standardavviket være lavere (Knivsfå, 2019, F. 19, s. 38). I budsjett punkt 1, 2 og M har vi forutsatt at alle driverne har en normalfordelt sannsynlighetsfordeling. I budsjett punkt T har vi derimot forutsatt at alle driverne er uniformfordelt. Dette gjøres for å ta hensyn til at veksten på lang sikt ikke kan overstige veksten i verdensøkonomien.

Tabellene under viser standardavvik for de ulike driverne i de ulike budsjett punktene, samt valgt sannsynlighetsfordeling som er lagt inn i Crystal Ball:

	Forventet div	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2020)	9,04 %	2,36 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2 (2021)	8,50 %	2,36 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt M (2025)	5,00 %	3,54 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt T (2031)	3,00 %	U(2% ; 4%)	Uniform fordeling

Tabell 11.13 - Forutsetninger driftsinntektsvekst; forventning, standardavvik og sannsynlighetsfordeling

	Forventet ndm	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2020)	7,50 %	1,18 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2 (2021)	8,00 %	1,18 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt M (2025)	6,50 %	1,77 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt T (2031)	3,50 %	U(2,5% ; 4,5%)	Uniform fordeling

Tabell 11.14 - Forutsetninger netto driftsmargin - forventning, standardavvik og sannsynlighetsfordeling

	Forventet onde	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2020)	1,36681	12,94 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2 (2021)	1,42012	12,94 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt M (2025)	1,64000	19,42 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt T (2031)	1,95661	U(1,70566 ; 2,2066)	Uniform fordeling

Tabell 11.15 - Forutsetninger omløpet til netto driftseiendeler; forventning, standardavvik og sannsynlighetsfordeling

Andre kritiske faktorer

Andre kritiske faktorer som vil ha innvirkning på verdierestimatet og som derfor bør gjøres stokastiske, er faktorer som inngår i de estimerte avkastningskravene. Dette er *risikofri rente etter skatt*, *markedsrisikopremien*, *egenkapitalbeta* og *finansiell gjeldsdel*. Egenkapitalbeta antas å være normalfordelt. Risikofri rente etter skatt, markedsrisikopremien og finansiell gjeldsdel antas å være uniformfordelt. Tabellen under oppsummerer forventning, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for de nevnte driverne.

	Forventning	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Risikofri rente etter skatt ("Steady state")	2,17 %	U(1,77% ; 2,57%)	Uniform fordeling
Markedets risikopremie ("Steady state")	5,11 %	U(4,8% ; 5,4%)	Uniform fordeling
Egenkapitalbeta ("Utgangsbeta")	0,69	10 %	Normalfordeling
Finansiell gjeldsdel ("Steady state")	50,0 %	U(48% ; 52%)	Uniform fordeling

Tabell 11.16 - Forutsetninger andre kritiske faktorer - forventning, standardavvik og sannsynlighetsfordeling

Korrelasjon mellom driverne

Før simuleringen kan utføres må korrelasjonen mellom driverne undersøkes (Damodaran, 2012, s. 910). Dersom en trekning er korrelert medfører det at utfallet av den ene trekningen har innvirkning på utfallet av en eller flere andre trekninger (Knivsflå, 2019, F. 19, s. 43). Noen korrelasjoner vil ha en økonomisk forklaring, andre ikke. Dersom det er store korrelasjoner som ikke kan forklares empirisk kan vi velge å utelate en av driverne fra simuleringen, eller ignorere problemstillingen og ta med begge driverne (Damodaran, 2012, s. 910). Vi har valgt å ta hensyn til korrelasjoner, ved å bygge de inn i simuleringsanalysen. Korrelasjonsmatrisen under viser korrelasjonen mellom utvalgte drivere beregnet med historiske omgrupperte og justerte regnskapstall.

Korrelasjonsmatrise for drivere, historisk over analyseperioden				
	div	onde	fgd	mrp
ndm	0,59	-0,97	0,96	
div				0,17

Tabell 11.17 – Korrelasjonsmatrise basert på analyseperioden.

Korrelasjonen mellom netto driftsmargin og driftsinntektsveksten har over analyseperioden vært 0,59. Det er naturlig at korrelasjonen er positiv da netto driftsmargin typisk vil øke når driftsinntektsveksten øker. Vi velger imidlertid å redusere denne skjønnsmessig til 0,3 i simuleringen.

Korrelasjonen mellom netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler er -0,97 over analyseperioden. At korrelasjonen mellom disse driverne er negativ gir økonomisk mening, ettersom det er naturlig at en virksomhet vil få redusert onde dersom den forsøker å øke netto driftsmargin (Knivsflå, 2019, F. 19, s. 44). En korrelasjon på -0,97 anses likevel for å være høyt, og vi legger til grunn en korrelasjon på -0,5 for fremtiden.

Videre er korrelasjonen mellom netto driftsmargin og finansiell gjeldsdel 0,96 over analyseperioden. Ved å øke andelen gjeld kan virksomheter som Europris med en positiv driftsmargin nytte belåning til å skalere opp denne (Knivsflå, 2019, F. 19, s. 45). Det er slik naturlig at korrelasjonen også i fremtiden vil være positiv, men vi legger til grunn at den vil være noe mindre. Vi fastsetter korrelasjonen i simuleringsanalysen skjønnsmessig til 0,5.

Mellom driftsinntektsveksten og markedsrisikopremien er korrelasjonen 0,17 over analyseperioden. At korrelasjonen er positiv gir mening, ettersom Europris har hatt god vekst

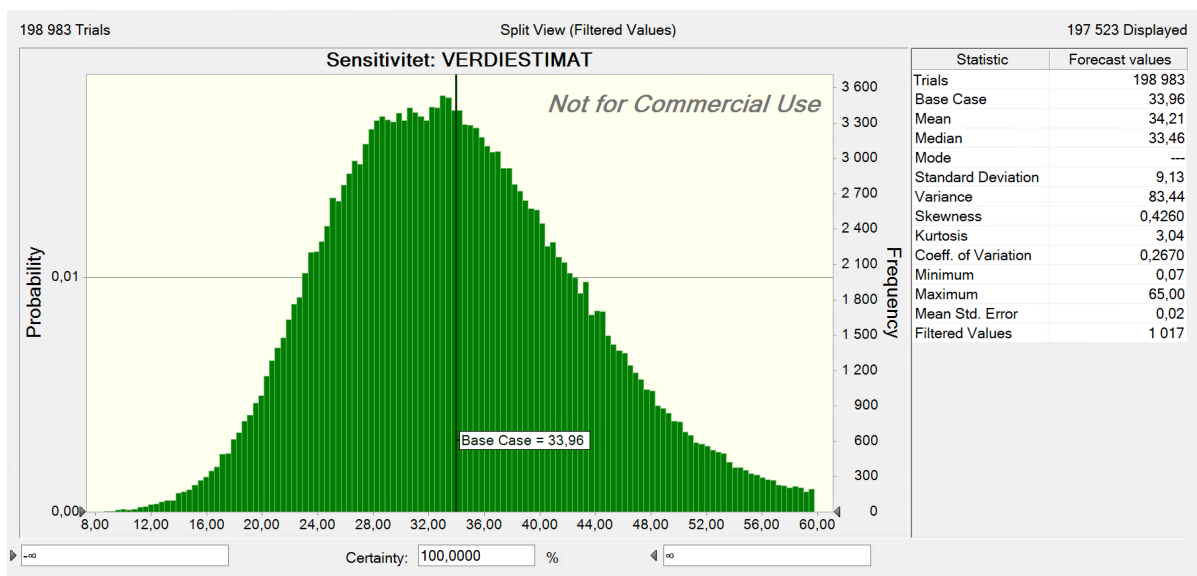
over analyseperioden, hvilket gjør at alternativkostnaden av kapital er høy og gjenspeiler seg i kravet. Vi legger til grunn en korrelasjon mellom driftsinntektsveksten og markedsrisikopremien på 0,17 i simuleringen.

Korrelasjonsmatrise for korrelasjoner nyttet i simuleringen				
	div	onde	fgd	mrp
ndm	0,30	-0,50	0,50	
div				0,17

Tabell 11.18 - Korrelasjoner nyttet i simuleringen

Resultat fra simuleringen

Simuleringsanalysen utføres i Crystal Ball med Monte-Carlo simulering. Vi har nyttet 200 000 treknings i simuleringen, og har filtrert ut ekstreme treknings ved å ha satt nedre grense til null, og øvre grense til 65. Nedre grense er satt til null som følge av at eierne vil ha begrenset ansvar ved en konkurs. Resultatene fra simuleringen følger av figur 11.3.



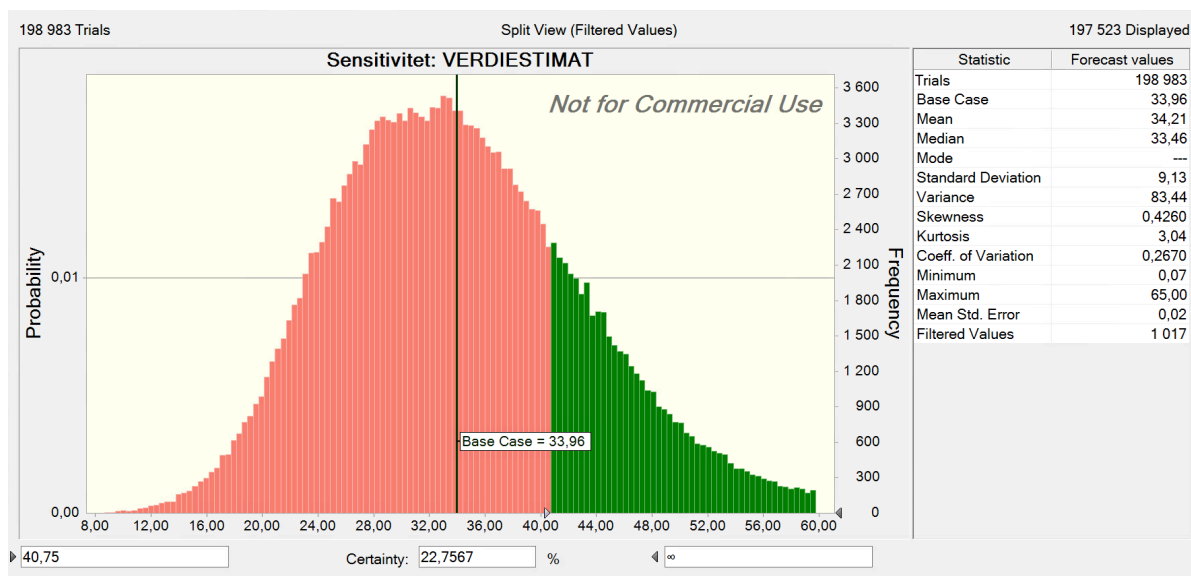
Figur 11.3 - Resultat Monte Carlo-simulering

Av figur 11.3 ser vi at 1017 treknings ble filtrert ut som følge av vår definerte øvre og nedre grense, slik at antall treknings («trails») innenfor vårt definerte kursintervall var 198 983. «Base Case» refererer til vårt fundamentale kursestimat justert for konkurrisiko. Gjennomsnittlig aksjekurs fra trekningene i simuleringen er 34,21 og medianen er 33,46. Følgelig ligger vårt verdiestimant på 33,96 mellom gjennomsnittet og medianen fra simuleringen. Fordelingen er imidlertid noe høyrefordelt ettersom «skewness» er større enn null (Keller, 2012, s. 50). Kurtose uttrykker tykkelsen på «halene» i fordelingen, og tykkere

«haler» gir høyere kurtose. Kurtose- og skewness-verdi er interessant fordi investorer, vil foretrekke at usikkerheten i verdiestimatet har positiv «skrewness» og at kurtoseverdien er lav (Damodaran, 2012, s. 60). Det ble ikke foretatt noen trekninger der aksjekursen var null, som vist ved at den laveste aksjekursen i simuleringen ble NOK 0,07. Dette er forventet ettersom konkursrisiko har blitt hensyntatt i verdiestimatet gjennom syntetisk rating og ved justering for kortsiktig konkursrisiko. Ettersom den laveste trekningen i simuleringen er svært nær null, velger vi å holde fast ved det konkursjusterte punkttestimatet. Variasjonskoeffisienten, «Coefficient of Variation», uttrykker forholdet mellom standardavviket til verdiestimatet og gjennomsnittlig verdiestimat, og ble i simuleringen 26,7 prosent. Dette uttrykker at det hefter usikkerhet til verdiestimatet (Keller, 2012, s. 115).

Oppsidepotensiale og nedsiderisiko

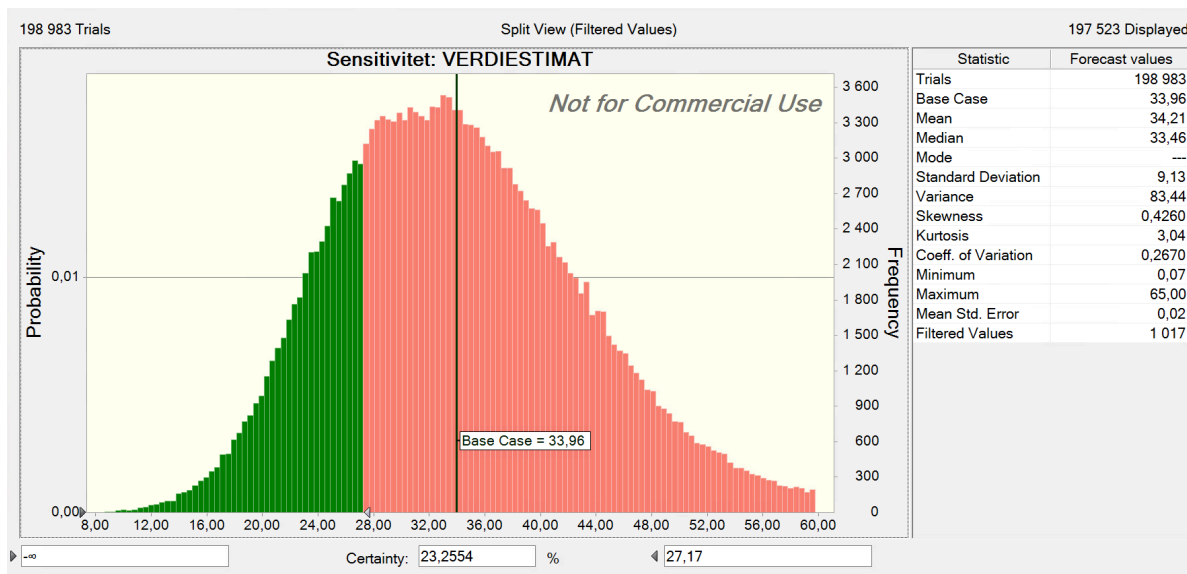
Oppsidepotensialet og nedsiderisiko undersøkes med utgangspunkt i vår estimerte konkursjusterte aksjekurs fra den fundamentale verdsettelsen på NOK 33,96. Dette utgjør «base case» i Monte Carlo-simuleringen. Ved analyse av oppsidepotensialet undersøker vi sannsynligheten for at Europris-aksjen har en verdi som er mer enn 120 prosent over vårt fundamentale kursestimat justert for kortsiktig konkursrisiko. Det medfører å undersøke sannsynligheten for at aksjekursen vil overstige NOK 40,752 ($=33,96*1,2$).



Figur 11.4 – Oppsidepotensialet for verdiestimat

I figur 11.4 viser det grønne arealet trekninger som gav en aksjekurs høyere enn 120 prosent av vårt fundamentale verdiestimat justert for kortsiktig konkursrisiko. Simuleringen viser at det er 22,7567 prosent sannsynlig at kursestimatet overstiger NOK 40,75.

Nedsiderisiko analyseres ved å undersøke sannsynligheten for at kursestimatet er under 80 prosent av «base case», det vil si under NOK 27,168 (=33,96 *0,8).



Figur 11.5 - Nedsiderisiko verdiestimat

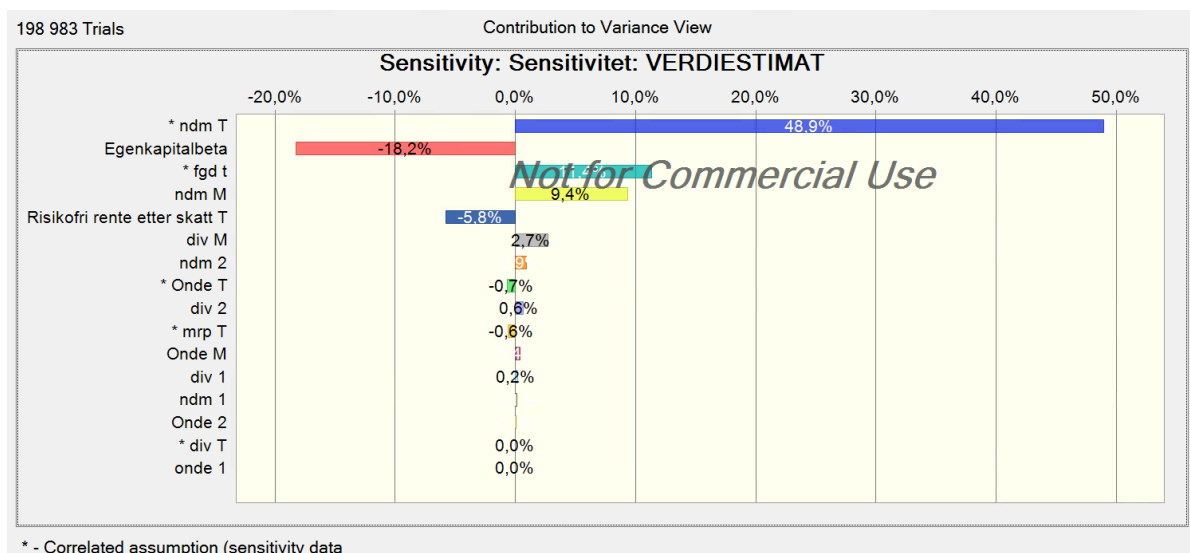
Figur 11.5 viser at det er 23,2554 prosent sannsynlig at verdiestimatet er under NOK 27,168. Det grønne arealet viser trekninger der dette var tilfellet.

11.5.3 Sensitivitetsanalyse

For å undersøke i hvilken grad hver enkelt budsjettdriver bidrar til usikkerhet i verdiestimatet nyttes sensitivitetsanalyse. Dette gjøres i Crystal Ball, der det undersøkes hvorvidt verdiestimatet påvirkes av at budsjettdriverne endres. Tabell 11.19 viser utskrift fra sensitivitetsanalysen utført i Crystal Ball, og figur 11.6 illustrerer grafisk hver enkelt drivers påvirkning på den totale variasjonen i verdiestimatet.

Budsjett drivere	Bidrag til varians i verdiestimatet
Netto driftsmargin år T	48,9 %
Egenkapitalbeta	18,2 %
Finansiell gjeldsdel år T	11,4 %
Netto driftsmargin år 2	9,4 %
Risikofri rente etter skatt år T	5,8 %
Driftsinntektsvekst år M	2,7 %
Netto driftsmargin år 2	0,9 %
Omløpet til netto driftseiendeler år T	0,7 %
Driftsinntektsvekst år 2	0,6 %
Markedets risikopremie år T	0,6 %
Omløpet til netto driftseiendeler år M	0,4 %
Driftsinntektsvekst år 1	0,2 %
Netto driftsmargin år 1	0,1 %
Omløpet til netto driftseiendeler år 2	0,1 %
Driftsinntektsvekst år T	0,0 %
Omløpet til netto driftseiendeler år 1	0,0 %

Tabell 11.19 - Budsjett drivernes bidrag til varians



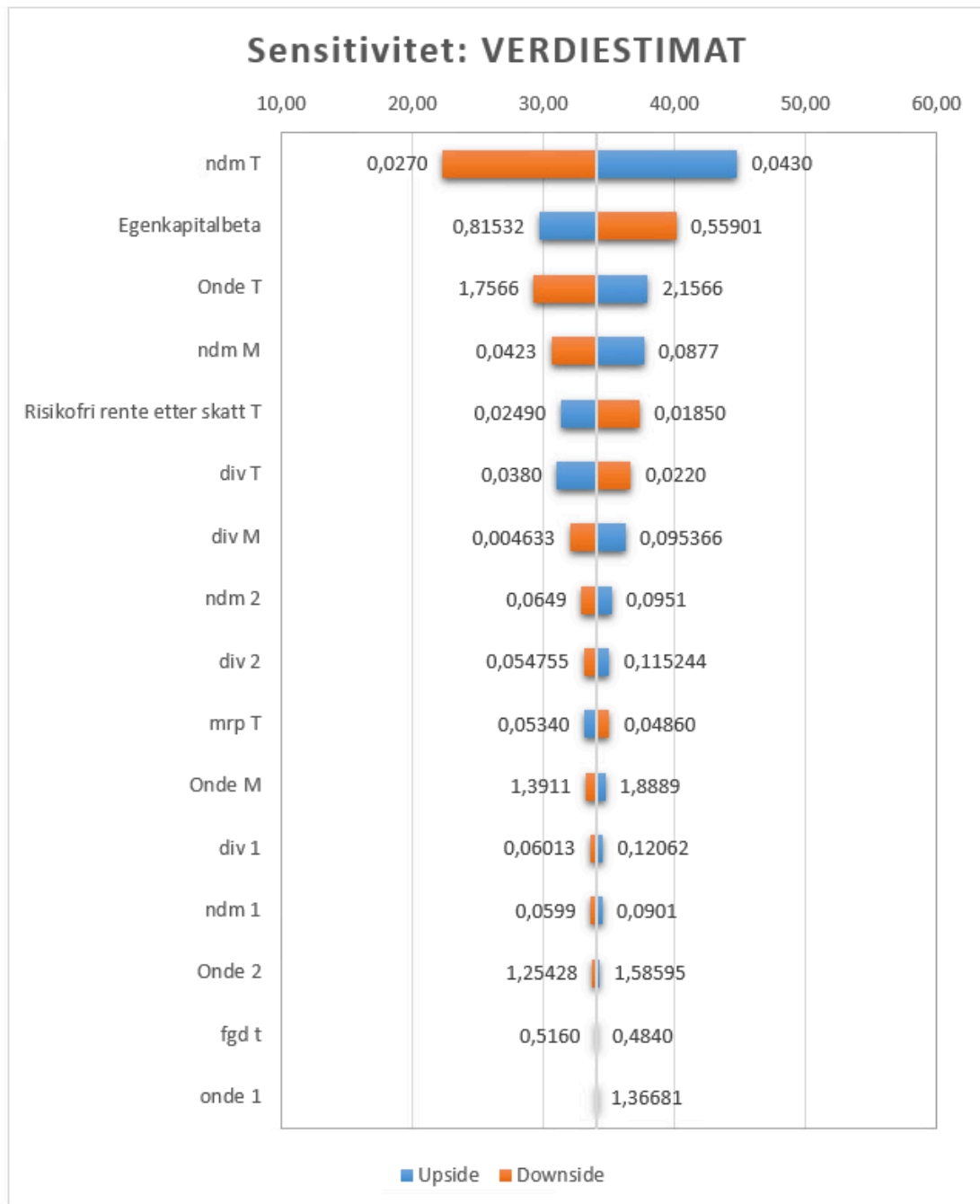
Figur 11.6 - Budsjett driverens påvirkning på varians i verdiestimat

Figur 11.6 viser at netto driftsmargin i budsjett punkt T, er budsjett drivere som i størst grad forklarer den totale variasjonen i verdiestimatet på aksjekursen til Europris. Netto driftsmargin er et sentralt mål på lønnsomhet, og det er slik naturlig at hvilken netto driftsmargin som oppnås under konstant vekst har betydelig innvirkning på usikkerheten i verdiestimatet. Videre har egenkapitalbeta stor betydning. Dette er naturlig ettersom egenkapitalbeta har direkte innvirkning på egenkapitalkravet. Derne er det finansiell gjeldsdel i budsjett punkt T, netto driftsmargin i budsjett punkt M og risikofri rente etter skatt som i størst grad forklarer den totale variasjonen i verdiestimatet. Ettersom vi har lagt til grunn lineær utvikling fra budsjett punkt 2 til budsjett punkt M, og fra budsjett punkt M til budsjett punkt T, er det rimelig at hvilken netto driftsmargin som oppnås i budsjett punkt M vil ha vesentlig betydning for verdiestimatet.

Risikofri rente påvirker avkastningskravene, og på samme måte som for egenkapitalbeta er det rimelig at verdiestimatet påvirkes av størrelsen på fremtidig risikofri rente.

11.5.4 Tornadoanalyse

Tornadoanalyse illustrerer hvorvidt endringer i budsjett- og verdidriverne påvirker verdiestimatet, og synliggjør i hvilken grad hver enkelt driver bidrar til variasjon i verdiestimatet. Analysen gjennomføres i Crystal Ball. Figur 11.7 viser resultatet av analysen:



Figur 11.7 – Tornadoanalyse

Tornadoanalysen illustrerer hvorvidt endring i den enkelte driver vil påvirke verdiestimatet. Til forskjell fra Monte Carlo-simuleringen tar *ikke* tornadoanalysen hensyn til definerte korrelasjoner mellom driverne. Tornadoanalysen tester *hver enkelt* drivers bidrag til varians individuelt, *uavhengig av de andre* (Oracle, 2019). Dette er årsaken til at tornadoanalysen rangerer de ulike drivernes bidrag til varians *forskjellig* fra Monte Carlo simuleringen. Imidlertid viser både Monte Carlo-simuleringen og tornadoanalysen at netto driftsmargin i budsjettpunkt T og egenkapitalbeta er driverne som i størst grad forklarer variasjonen i verdiestimatet. Vi har estimert netto driftsmargin i «steady state» til å være 3,5 prosent, men tornadoanalysen viser at dersom netto driftsmargin derimot er 4,3 prosent i «steady state» ville verdiestimatet økt fra 34,066 per aksje til 44,78 kroner per aksje. Videre viser analysen at dersom egenkapitalbeta er 0,5590 fremfor vår estimerte egenkapitalbeta på 0,687 ville verdiestimatet blitt NOK 40,14. Tornadoanalysen synliggjør slik usikkerheten i budsjetteringen og verdiestimatet, og viser at spesielt endringer i netto driftsmargin i «steady state» og endringer i egenkapitalbeta vil ha stor innvirkning på verdiestimatet. Forutsetningen for de overnevnte påvirkninger er imidlertid at driverne *ikke* er korrelerte. På bakgrunn av at det historisk har vært sterke korrelasjoner mellom driverne vi nyttet i simuleringsanalysen, og forventning om at dette også vil være tilfellet i fremtiden, anser vi Monte Carlo-simuleringen for å ha størst nytteverdi i dette tilfellet.

11.6 Oppsummering av verdiestimat og usikkerhet

Med utgangspunkt i fremtidsregnskapet og fremtidskravene utarbeidet i henholdsvis kapittel 9 og 10, har vi i dette kapitlet verdsatt egenkapitalen til Europris etter egenkapital- og selskapsmetoden. Det første verdiestimatet ble utarbeidet med budsjetterte vekter, og følgelig gav egenkapital- og selskapskapitalmetoden sprikende verdiestimat. Vi oppdatere så kravene i en konvergeringsprosess, og konvergere verdiestimatet på egenkapitalen til Europris ble MNOK 5 500,0641. Fordelt på 161 468 888 aksjer tilsvarer dette en verdi på NOK 34,066 per aksje.

Deretter ble forholdstall innen relativ prising benyttet for å vurdere rimeligheten av verdiestimatet. Det fundamentale pris/bok-forholdet ble 3,332. Dette er relativt høyt, og skyldes våre forventninger til fremtidig utvikling i superrentabilitet for Europris, som videre ble bygget inn i verdiestimatet ved budsjettering av fremtidsregnskap i kapittel 9. I kapittel 8 ble det avdekket at Europris har hatt en tidsvektet strategisk fordel på 21 prosent over

analyseperioden, hvilket i hovedsak bestod av en bransjefordel som skaleres opp med belåning. Kildene til bransjefordelen ble analysert i kapittel 4. Det ble i analysen avdekket at etableringsbarrierene i bransjen er høye, at trusselen fra substitutter er lav, at bransjen er underutviklet i Norden, samt at bransjen har vokst på bekostning av andre handelsbransjer. Videre argumenterte vi for at bransjefordelen vil reduseres i fremtiden. Dette ble begrunnet med at den store bransjefordelen vil gjøre det attraktivt for nyetablerere, til tross for at de gjerne vil ha en ressursulempa ved etablering. På lang sikt forventes derfor konsentrasjonen i aktørleddet å øke relativt til konsentrasjonen i kundeledet. Ettersom den interne rivaliseringen blant aktørene i hovedsak utspiller seg på grunnlag av pris, er vår forventning at økende intern rivalisering, og økt netthandel vil drive ned marginene og driftsinntektsveksten til aktørene. Likevel argumenterte vi for i kapittel 4.5, og la til grunn i budsjetteringen i kapittel 9, at bransjefordelen på *mellomlang* sikt vil være *stor*. Dette ble begrunnet med at etableringsbarrierene er høye, tilgangen på attraktive butikklokaler er begrenset, og at bvu-bransjen fremstår som konsentrert ved at et mindre antall aktører besitter majoriteten av markedsandelene. Videre har vi budsjettert med at Europris sin omløpsulempa vil gå mot *paritet* med bransjesnittet på lang sikt. Følgelig har vi budsjettert med at Europris vil ha en *stor* strategisk fordel fra driften de første årene i budsjettperioden, som gradvis vil gå mot en *liten* fordel på lang sikt. Dette gjenspeiles i verdiestimatet, og gir et høyt pris/bok-forhold. Videre ble det fundamentale pris/fortjeneste-forholdet 12,622, hvilket er lavere enn det «normale» pris/fortjeneste forholdet som ble estimert til 18,08. Dette skyldes at vi har budsjettert med at Europris sin strategiske fordel fra drift vil nå en topp i 2021, for så å gradvis bli redusert. Dette innebærer *negativ* superprofittvekst. At pris/bok-forholdet er høyt, og at pris/fortjeneste-forholdet er lavere enn det «normale», er slik i tråd med våre forventninger.

Deretter justerte vi verdiestimatet for kortsiktig konkurssrisiko, som gav et oppdatert verdiestimat per aksje på NOK 33,96.

Avslutningsvis ble usikkerheten i verdiestimatet analysert ved simulering- og sensitivitetsanalyse. Gjennomsnittlig aksjekurs fra simuleringen ble NOK 34,21. Dette er like over vårt punkttestimat. Variasjonskoeffisienten ble 26,7 prosent, hvilket medfører at det hefter usikkerhet til verdiestimatet. Sensitivitetsanalysen gav oss videre innsikt i hvilken grad de ulike budsjett drivere bidrar til varians og slik usikkerhet i verdiestimatet. Budsjett drivere som viste seg å ha størst innvirkning på verdiestimatet var netto driftsmargin i «steady state» og egenkapitalbeta. Dette virker rimelig ettersom endring i netto driftsmargin vil ha stor

betydning for de fremtidige kontantstrømmene, og endring i egenkapitalbeta vil har direkte påvirkning på avkastningskravene.

12. Komparativ verdivurdering

I dette kapitlet vil vi nytte komparativ verdivurdering for å supplere den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. Usikkerhet i verdiestimatet ble analysert i kapittel 11.5, og analysen viste at det hefter usikkerhet til det fundamentale punkttestimatet. Ved å nytte komparativ verdivurdering som en supplerende verdsettelsesteknikk er formålet å gi ytterligere presisjon, og styrke påliteligheten til det endelige verdiestimatet på egenkapitalen til Europris. Teorigrunnlaget i dette kapitlet vil hovedsakelig bygge på verdsettelseslitteratur fra Damodaran (2012), Kaldestad og Møller (2011) og Penman (2010).

Som presentert i kapittel 3, er det to supplerende verdsettelsesmetoder til fundamental verdivurdering. Dette er *opsjonsbasert-* og *komparativ verdivurdering*. Opsjonsbasert verdivurdering vil være en relevant supplerende verdsettelsesmetode for selskaper som opererer i markeder der framtidsutsiktene i vesentlig grad er knyttet til binomiske utfall. Dette vil være tilfellet for udiversifiserte selskaper som driver forskning, og fremtidig suksess er avhengig av at forskningen lykkes. Et eksempel er udiversifiserte selskaper innen bioteknologi (Kaldestad og Møller, 2011, s. 192). For Europris anser vi opsjonsbasert verdivurdering som en mindre relevant verdsettelsesmetode. Konkurransen om kundene i bvu-bransjen utspiller i stor grad på pris fremfor differensiering. Dette gjør til at konkurransen i første rekke utspiller seg på kostnadskutt og kontinuerlig forbedring av operasjonelle prosesser.

I kapittel 3 ble de to modellene innen komparativ verdivurdering presentert, nemlig *multiplikatormodeller*, og *substansverdimetoden*. Som diskutert i kapittel 3 er substansverdimetoden en vanlig metode for å finne virkelig verdi ved likvidasjon av selskaper, men vi anser metoden som mindre egnet for verdsettelse av Europris. Generelt er metoden lite egnet for selskaper med mye immaterielle eiendeler (Kaldestad og Møller, 2011, s. 171). Multiplikatormodeller vil derfor bli nyttet som supplerende verdsettelsesmetode. I de følgende delkapitler vil multiplikatormodellen, og valg av komparative selskaper presenteres. Dernest vil valg av multipler fremgå og beregnes, og avslutningsvis vil et supplerende verdiestimat på egenkapitalen til Europris estimeres på bakgrunn av de valgte multiplene.

12.1 Multiplikatormodellen

Multiplikatormodellen er en indirekte form for verdivurdering, og tar utgangspunkt i hvordan komparative selskaper prises i markedet (Damodaran, 2012, s. 453). Dette gjøres på grunnlag av balanse- og resultatposter i de komparative virksomhetene. Det skilles mellom resultat- og kontantstrømbaserte-, balanseorienterte- og ikke-finansielle multipler (Kaldestad og Møller s. 151). Videre skilles det mellom egenkapitalmultipler og selskapskapitalmultipler. Som presentert i kapittel 3, verdsettes egenkapitalen direkte ved bruk av egenkapitalmultipler, mens den ved selskapsmetoden verdsettes indirekte. Sistnevnte metode anses for å gi høyest nytteverdi, da selskapskapitalmultipler tar hensyn til ulik finansieringsstruktur mellom selskapene (Knivsflå, 2019, F. 21. s. 46). Ikke-finansielle multipler tar utgangspunkt i at skaleringsfaktoren er av ikke-finansiell art. Ikke-finansielle multipler som kan være relevante for detaljhandel er eksempelvis EV/Salgsareal og EV/Antall ansatte.

Som presentert i kapittel 3 er en fordel med multiplikatormodeller at de er forholdsvis enkle og lite tidkrevende å nytte (Kaldestad og Møller, 2011, s. 151). En fundamental verdsettelse krever utarbeidelse av langtidsprognoser og tar utgangspunkt i underliggende verdier. Multiplikatormodellene tar derimot utgangspunkt i markedets prising. En enklere tilnærming gjør at det kan være lettere å forklare resultatene av analysen, og at den relative tilnærmingen til andre selskaper gjør analysen lettere å forsvare. Imidlertid oppnås ikke tilsvarende detaljrikdom som ved fundamental verdsettelse. Dette knytter seg spesielt til å fange opp risikoprofil, og utsikter til fremtidig vekst og lønnsomhet. Videre reflekterer multiplene markedssentimentet på det enkelte tidspunkt for verdsettelsen. Dersom markedet er overpriset, vil dette således overprise analyseobjektet (Damodaran, 2012, s. 453). Den relative metoden regnes og for å være mer utsatt for subjektive vurderinger, hvilket gjør den mer utsatt for manipulasjon. Et eksempel på dette er at en analytiker kan velge hvilke komparative selskaper som skal inngå i analysen, og videre hvilken vektning av multiplene som anvendes.

Det er videre en rekke utfordringer knyttet til bruk av multiplikatormodeller. En grunnleggende forutsetning for bruk av multipler er at vi kjenner markedsverdien til de komparative selskapene. At et selskap er børsnotert vil oppfylle dette kravet, da børsverdien gir uttrykk for markedsverdien av aksjene. For at multiplene fra de komparative virksomhetene skal være representative, og kunne tilordnes analyseobjektet, er det videre sentralt med uniformitet mellom analyseselskapet og de komparative virksomhetene. Av den grunn bør de

rapporterte regnskapene omgrupperes og justeres på tilsvarende måte som ved en fundamental verdsettelse. Det bør også korrigeres for ulik finansieringsstruktur (Kaldestad og Møller, 2011, s. 164). For å oppnå tilstrekkelig grad av uniformitet bør også virksomhetene som inngår i den relative analysen være forholdsvis like i forhold til *størrelse, vekstpotensiale, risiko og avkastningskrav, driftsrentabilitet, skattenivå, fremtidig investeringsbehov og strategi* (Kaldestad og Møller, 2011, s. 165).

I henhold til Penman (2013, s. 73) utføres en komparativ verdsettelse ved bruk av multiplikatormodellen i tre steg. I det første steget identifiseres komparative selskaper. I steg 2 velges multipler, og målevariabler som er nødvendige for å beregne de aktuelle multiplene beregnes. I det tredje og siste steget estimeres verdien av egenkapitalen til analyseobjektet med utgangspunkt i de beregnede multiplene. Vi vil ta utgangspunkt i denne strukturen, og starter med å finne komparative selskaper.

12.2 Valg av komparative virksomheter

Som presentert i kapittel 12.1 bør valg av komparative virksomheter fattes på bakgrunn av likhet med analyseobjektet. Selskapene som velges som komparative selskaper bør være like i forhold til *størrelse, vekstpotensiale, risiko og avkastningskrav, driftsrentabilitet, skattenivå, fremtidig investeringsbehov og strategi* (Kaldestad og Møller, 2011, s. 165). De nevnte forhold medfører implisitt at selskapene bør operere innen samme bransje og samme geografiske område som analyseobjektet.

Vi mener de komparative virksomhetene som inngår i vår fundamentale analyse i all hovedsak oppfyller de overnevnte kriteriene. Utfordringen er imidlertid at kun to av de fire selskapene er børsnoterte. Vi har med det ingen pålitelig kilde til markedsverdi av egenkapitalen til Rusta og Julia. Vi vil således ekskludere disse selskapene i den relative verdivurderingen. Vi har forsøkt å finne virksomheter med tilsvarende prestasjonsnivå som Europris i forhold til vekst, lønnsomhet og risiko på de nordiske børsene. Likevel har vi ikke lyktes i å identifisere flere enn Clas Ohlson (Stockholmsbørsen/Nasdaq Stockholm) og Tokmanni (Nasdaq Helsinki), som opererer i segmentet med lavpris og bredt vareutvalg. Clas Ohlson inngår som kjent i vårt bransjesnitt i den fundamentale verdsettelsen, og Tokmanni er tidligere gjort kjent som en av Europris sine strategiske samarbeidspartnere. Til tross for dette har vi identifisert åtte andre selskaper vi ønsker å inkludere i en relativ verdivurdering. Fem av selskapene er valgt på

grunnlag av at de er fundamentert på lavpris med bredt vareutvalg. De fem virksomhetene er: *Target Corporation*, *Dollar Tree Stores*, *Costco Wholesale Corporation*, *Walmart* og *Big Lots*. Samtlige er børsnoterte og hjemmehørende i USA. Dette gjør at disse selskapene skiller seg både fra Europris og hverandre, med hensyn på ulik alder, størrelse, markedstilstedeværelse og skattenivå. Dette danner grunnlag for skjevheter, og vi anser ikke kravene til uniformitet som drøftet i kapittel 12.1 for å være tilstrekkelig oppfylt. I hvilken grad de besitter sammenlignbare ressursfordeler er òg usikkert, men vi mener bransjetilknytningen danner utgangspunkt for en sammenlignbar bransjefordel. Dette på grunnlag av at de fundamentale endringene innen detaljhandel også gjør seg gjeldende i USA, og handel med bredt vareutvalg i USA, til liks med i Norge, gjør det svært godt (CNBC, 2019). De tre resterende selskapene vi har valgt å ta med er plukket ut med hensyn på markedstilstedeværelse. Følgende selskaper er: *Kid Interiør*, *XXL* og *Orkla*. Samtlige er børsnoterte og hjemmehørende i Norge. Imidlertid oppfyller ikke virksomhetene kravene til bransjetilknytning, da ingen av de tre operer innen varehandel med bredt vareutvalg. Til liks med Europris inngår imidlertid *Kid Interiør* og *XXL* i indeks for forbruksvarer under kategoriseringen til Oslo Børs, mens *Orkla* inngår i indeks for konsumvarer. Videre er de alle store aktører innen sin bransje. Til tross for at de valgte komparative virksomhetene skiller seg fra Europris på flere områder, mener vi at den komparative verdsettelsen vil gi innsikt, og slik være mer formålstjenlig enn å utelate en supplerende verdsettelse. Vi mener også at en høyere utvalgsstørrelse vil danne grunnlag for mer forventningsrette multipler, til tross for noen betydelige ulikheter. Dette gjør likevel at vi må være kritiske til resultatene multiplene gir.

12.3 Valg og beregning av multipler

På bakgrunn av en kostnad-nytte-vurdering, har vi vurdert det slik at vi ikke vil gjøre en fullstendig omgruppering og justering av de rapporterte regnskapene til de ni valgte komparative selskapene, som vi tidligere ikke har analysert. Imidlertid vil vi omgruppere balansene i den grad det er nødvendig for analysen. Dette må gjøres for å beregne netto driftseiendeler, netto finansiell gjeld, egenkapital og minoritet. For å danne et bedre sammenligningsgrunnlag vil vi også benytte bokførte verdier for Europris og Clas Ohlson. De amerikanske selskapene rapporterer etter US GAAP, og de nordiske etter IFRS. Vi tar utgangspunkt i siste kjente, hele perioderegnskap for samtlige virksomheter. Siste hele regnskapsår for de respektive virksomhetene er regnskapsåret 2018. Aksjekursene som er nyttet er satt til tilsvarende tidspunkt. Det vil si at for balansedato 31.12.2018, har vi nyttet

første kjente aksjekurs etter denne datoen. Tallene er videre oppgitt i selskapenes rapporterte valuta.

Tabell 12.1 viser et utvalg balansetall for de utvalgte virksomhetene. Vi har omgruppert balansen for de respektive virksomhetene i henhold til operasjonelle- og finansielle eiendeler og -forpliktelse, for deretter å finne netto driftseiendeler og netto finansiell gjeld. Videre har vi funnet «enterprise value», altså markedsverdien til netto driftskapital. Denne verdien inngår i utarbeidelse av selskapskapitalmultipler.

	Europris	Clas Ohlson	Tokmanni	Target	Dollar Tree
Sum eiendeler	4 757 337 000	3 976 900 000	485 400 000	41 290 000 000	13 501 200 000
- finansielle eiendeler	427 579 000	330 200 000	38 100 000	1 556 000 000	446 700 000
= Driftsrelaterte eiendeler	4 329 758 000	3 646 700 000	447 300 000	39 734 000 000	13 054 500 000
Sum gjeld	2 968 409 000	2 029 600 000	310 900 000	29 993 000 000	7 858 300 000
- finansiell gjeld	1 649 428 000	288 100 000	173 000 000	13 055 000 000	4 675 200 000
= Driftsrelatert gjeld	1 318 981 000	1 741 500 000	137 900 000	16 938 000 000	3 183 100 000
Netto driftskapital (NDK)	3 010 777 000	1 905 200 000	309 400 000	22 796 000 000	9 871 400 000
Netto finans. gjeld (NFG)	1 221 849 000	-42 100 000	134 900 000	11 499 000 000	4 228 500 000
Aksjekurs	22,8	78,8	7,18	66,09	90,32
* Antall utestående aksjer	161 468 888	63 500 000	58 870 000	555 000 000	238 700 000
= MCAP (Markedsverdi EK)	3 681 490 646	5 003 800 000	422 686 600	36 679 950 000	21 559 384 000
+ Netto finansiell gjeld	1 221 849 000	-42 100 000	134 900 000	11 499 000 000	4 228 500 000
+ Minoritetsinteresse	0	0	0	0	0
= EV, Enterprise value	4 903 339 646	4 961 700 000	557 586 600	48 178 950 000	25 787 884 000

	Costco	Walmart	Big Lots	Kid Interiør	XXL	Orkla
Sum eiendeler	40 830 000 000	204 522 000 000	2 023 347 000	2 092 993 000	7 662 000 000	52 509 000 000
- finansielle eiendeler	7 259 000 000	6 756 000 000	46 034 000	242 152 000	203 000 000	1 991 000 000
= Driftsrelaterte eiendeler	33 571 000 000	197 766 000 000	1 977 313 000	1 850 841 000	7 459 000 000	50 518 000 000
Sum gjeld	27 727 000 000	123 700 000 000	1 330 306 000	1 002 306 000	3 953 000 000	18 429 000 000
- finansiell gjeld	10 815 000 000	33 783 000 000	417 873 000	485 261 000	2 193 000 000	5 230 000 000
= Driftsrelatert gjeld	16 912 000 000	89 917 000 000	912 433 000	517 045 000	1 760 000 000	13 199 000 000
Netto driftskapital (NDK)	16 659 000 000	107 849 000 000	1 064 880 000	1 333 796 000	5 699 000 000	37 319 000 000
Netto finans. gjeld (NFG)	3 556 000 000	27 027 000 000	371 839 000	243 109 000	1 990 000 000	3 239 000 000
Aksjekurs	203,71	93,15	32,02	47,5	25,95	68,04
* Antall utestående aksjer	441 834 000	3 010 000 000	40 962 000	40 645 162	165 762 744	1 001 430 970
= MCAP (Markedsverdi EK)	90 006 004 140	280 381 500 000	1 311 603 240	1 930 645 195	4 301 543 207	68 137 363 199
+ Netto finansiell gjeld	3 556 000 000	27 027 000 000	371 839 000	243 109 000	1 990 000 000	3 239 000 000
+ Minoritetsinteresse	0	2 953 000 000	0	0	0	0
= EV, Enterprise value	93 562 004 140	310 361 500 000	1 683 442 240	2 173 754 195	6 291 543 207	71 376 363 199

Tabell 12.1 - Tallgrunnlag for komparativ verdsettelse

Den komparative verdsettelsen vil utføres både ved bruk av egenkapital- og selskapsmultipler. Som nevnt i kapittel 12.1 er selskapskapitalmultipler å foretrekke fremfor egenkapitalmultipler, da de fanger opp ulikheter i kapitalstruktur mellom selskapene. På grunnlag av egenkapitalmultipler er utstrakt brukt i praksis, ønsker vi likevel å beregne to egenkapitalmultipler; Pris/Bok (P/B) og Pris/Årsresultat (P/E). Av selskapskapitalmultipler vil vi nytte EV/EBIT, EV/EBITDA, EV/NDK og EV/DI. I det følgende vil vi presentere og beregne de nevnte multiplene.

12.3.1 Pris/Bok

Pris/Bok er en multiplert innen egenkapitalmetoden, og viser forholdet mellom markedsverdien av egenkapitalen (MCAP) og bokført egenkapital.

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

En P/B-multiplert > 1,0 indikerer at investorene har tro på at eiendelene genererer merverdier utover bokført verdi (Kaldestad og Møller, 2011, s. 161). Et svakt pris/bok-forhold vil på sin side kunne tale for at nedskrivninger bør finne sted. Siden dette er en balanseorientert multiplert, kan den anvendes på virksomheter med negative resultater, da resultatelementet utgår i forholdstallet. I vår analyse inkluderer dette *Dollar Tree*, som hadde et negativt årsresultat i analyseperioden. En ulempe ved P/B-multiplerten er at relativt like selskaper kan oppnå svært ulike multipler på bakgrunn av ulik håndtering av regnskapsprinsipper som gjør at bokført verdi av egenkapitalen påvirkes. Dette kan skyldes forhold som ulik avskrivningsprofil på tilsvarende eiendeler, eller ulik praksis for innregning av immaterielle eiendeler. Videre vil det typisk være store forskjeller mellom selskaper som vokser organisk, og selskaper som vokser gjennom oppkjøp, ved at merverdier blir identifisert og goodwill blir innregnet (Kaldestad og Møller, s. 161-162).

Tabellene under viser median- og gjennomsnittsverdien av P/B-multipler for samtlige selskaper. Medianverdien er fremhevet med **fet** skrift, da det er medianverdien som vil nyttes videre i beregningen av det relative verdiesimatet.

Pris/Bok	Europris	Clas Ohlson	Tokmanni	Target	Dollar Tree
MCAP	3 681 490 646	5 003 800 000	422 686 600	36 679 950 000	21 559 384 000
/ Bokført EK	1 788 928 000	1 947 300 000	174 500 000	11 297 000 000	5 642 900 000
= P/B	2,06	2,57	2,42	3,25	3,82

Pris/Bok	Costco	Walmart	Big Lots	Kid Interiør	XXL	Orkla
MCAP	90 006 004 140	280 381 500 000	1 311 603 240	1 930 645 195	4 301 543 207	68 137 363 199
/ Bokført EK	13 103 000 000	80 822 000 000	693 041 000	1 090 687 000	3 710 000 000	34 080 000 000
= P/B	6,87	3,47	1,89	1,77	1,16	2

P/B-aksjekurs, EPR	Median	Gjennomsnitt
Bokført egenkapital	1 788 928 000	1 788 928 000
* P/B	2,42	2,84
= Estimert MCAP	4 333 271 599	5 086 569 689
/ Utestående aksjer	161 468 888	161 468 888
= Aksjekurs, estimat	26,84	31,5

Tabell 12.2 - Pris/Bok-multiplikatorer og estimat på aksjekurs

12.3.2 Pris/fortjeneste (Price/Earnings)

Pris/fortjeneste er den andre metoden vi har valgt å nytte av egenkapitalmultipler. Multiplene beregnes slik:

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Årsresultat}}$$

P/E-multiplene er resultat- og kontantstrømorientert, og er blant de mest brukte multiplene i praksis (Kaldestad og Møller, 2011, s. 157). For selskaper som har nådd «steady state» kan resultatet være et godt estimat på kontantstrøm til egenkapitalen. Imidlertid er det slik at dess lenger ned i resultatregnskapet en kommer, dess flere inntekts- og kostnadsposter inngår i resultatelementet. Resultat etter skatt inkluderer engangshendelser både på inntekts- og kostnadssiden, samt finansposter. Årsresultatet rapporterer derfor ikke nødvendigvis den underliggende driften, og er således en kilde til misforhold selskaper imellom. Den største svakheten er likevel at multiplene ikke fanger opp ulike finansieringsstrukturer mellom selskaper. To foretak med ekvivalente prestasjoner knyttet til drift vil oppnå ulike P/E-multipler dersom de har ulike gjeldsgrad. Selskapet med lavest gjeldsgrad vil oppnå en høyere P/E enn det komparative selskapet. Ulikheten skriver seg til ulikt resultat som følge av ulike finanskostnader (Kaldestad og Møller, 2011, s. 157).

Som tidligere nevnt er tallene som inngår i den relative verdivurderingen hverken normaliserte eller justerte. Vi har likevel skapt oss en oversikt over de ulike selskapene, for å kunne foreta kvalitative vurderinger. Clas Ohlson rapporterer at det svake årsresultatet i 2018 blant annet skriver seg til engangskostnader på MSEK 405. I tillegg har selskapet svært lite gjeld, som også skiller selskapet fra de andre med hensyn på finansieringsstruktur. Dette fanges ikke opp av P/E-multiplene, da den er en egenkapitalmultiplene. Vi har derfor valgt å utelate Clas Ohlson i beregningen av medianverdien i tabell 12.3. Videre har vi også utelatt Costco på bakgrunn av store engangskostnader knyttet til et rettsoppgjør i det gjeldende regnskapsåret. Årsaken til utelatelsen er at multiplene blir uforholdsmessig høye som følge av unormalt lave resultater, og dermed bidrar til vridning av medianverdien. Videre utgår Dollar Tree som følge av negativt årsresultat. Årsaken er at negative P/E-verdier bidrar til skjevheter, og rapporteres derfor vanligvis ikke (Damodaran, 2012 s. 459). Tabellene under viser beregnet P/E-forhold for de komparative selskapene, og estimert aksjekurs.

P/E	Europris	Clas Ohlson	Tokmanni	Target	Dollar Tree
MCAP	3 681 490 646	5 003 800 000	422 686 600	36 679 950 000	21 559 384 000
/ Årsresultat	429 132 000	79 900 000	35 800 000	3 364 000 000	-1 590 800 000
= P/E	8,58	62,63	11,81	10,9	NA

P/E	Costco	Walmart	Big Lots	Kid Interiør	XXL	Orkla
MCAP	90 006 004 140	280 381 500 000	1 311 603 240	1 930 645 195	4 301 543 207	68 137 363 199
/ Årsresultat	3 134 000 000	9 862 000 000	156 894 000	169 723 000	237 000 000	3 354 000 000
= P/E	28,72	28,43	8,36	11,38	18,15	20,32

P/E-aksjekurs, EPR	Median	Gjennomsnitt
Årsresultat	429 132 000	429 132 000
* P/E	11,59	14,74
= Estimert MCAP	4 974 103 280	6 325 420 485
/ Utstestående aksjer	161 468 888	161 468 888
= Aksjekurs, estimat	30,81	39,17

Tabell 12.3 - Pris/fortjeneste-multiplikatorer og estimat på aksjekurs

12.3.3 EV/EBITDA

$$\frac{\text{Enterprise value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat før av- og nedskrivninger}}$$

EBITDA er et engelsk akronym for; «*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*». Det er med andre ord avskrivninger og nedskrivninger, som skiller EBITDA fra EBIT. EBIT tilsvarer «operating profit», eller driftsresultat på norsk. Begge er resultat- og kontantstrømorienterte. På grunnlag av at EBITDA måler driftsresultatet før avskrivninger og finansposter, gir det et godt bilde på den underliggende driften i selskapet. Videre er det flere selskaper som har en positiv EBITDA enn eksempelvis EBIT og årsresultat. Dette gjør multiplikaen anvendelig på et stort utvalg selskaper. I vårt tilfelle får dette implikasjoner for Dollar Tree. Selskapet rapporterer en positiv EBITDA, mens EBIT er negativt som følge av store nedskrivninger. Siden EBITDA ikke inkluderer avskrivninger, vil multiplikaen også unngå skjevheter knyttet til ulik håndtering avskrivningstid og valg avskrivningsprofil mellom virksomheter (Damodaran, 2012, s. 500).

Imidlertid forteller ikke forholdstallet oss noe om eiendelene driften er fundamentert på. En utfordring er at av- og nedskrivninger i realiteten er en økonomisk kostnad, selv om det ikke er «*cash costs*» (Penman, 2010, s. 83). Gitt lik lønnsomhet i driften, bør et selskap som har store behov for nyinvesteringer, prisen lavere enn et selskap uten slike behov. Multiplikaen makter ikke å fange opp dette. Til tross for dette er multiplikaen mye brukt i praksis. EV/EBITDA regnes for å være en «god» multiplika, gitt at analysen suppleres med

andre multipler som i større grad fanger opp risiko og investeringsbehov (Kaldestad og Møller, 2011, s. 160). Clas Ohlson er også her utelatt for beregning av medianverdi, som følge av store engangskostnader i 2018.

EV/EBITDA	Europris	Clas Ohlson	Tokmanni	Target	Dollar Tree
EV	4 903 339 646	4 961 700 000	557 586 600	48 178 950 000	25 787 884 000
EBIT	587 073 000	94 000 000	50 300 000	4 110 000 000	-939 500 000
+ Av-/nedskrivn.	90 743 000	236 900 000	18 900 000	2 224 000 000	3 348 100 000
= EBITDA	677 816 000	330 900 000	69 200 000	6 334 000 000	2 408 600 000
EV/EBITDA	7,23	14,99	8,06	7,61	10,71

EV/EBITDA	Costco	Walmart	Big Lots	Kid Interiør	XXL	Orkla
EV	93 562 004 140	310 361 500 000	1 683 442 240	2 173 754 195	6 291 543 207	71 376 363 199
EBIT	4 480 000 000	20 437 000 000	218 509 000	213 110 000	352 000 000	4 295 000 000
+ Av-/nedskrivn.	1 437 000 000	10 681 000 000	124 970 000	37 096 000	189 000 000	1 214 000 000
= EBITDA	5 917 000 000	31 118 000 000	343 479 000	250 206 000	541 000 000	5 509 000 000
EV/EBITDA	15,81	9,97	4,9	8,69	11,63	12,96

EV/EBITDA-aksjekurs, EPR	Median	Gjennomsnitt
EBITDA	677 816 000	677 816 000
* EV/EBITDA	9,33	9,76
= EV	6 324 550 242	6 613 147 451
- Netto finansiell gjeld	1 221 849 000	1 221 849 000
- Minoritetsinteresser	0	0
= Estimert MCAP	5 102 701 242	5 391 298 451
/ Utestående aksjer	161 468 888	161 468 888
= Aksjekurs, estimat	31,6	33,39

Tabell 12.4 - EV/EBITDA

12.3.4 EV/EBIT

$$\frac{\text{Enterprise value}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

EBIT ekskluderer til liks med EBITDA finansposter, men inneholder av- og nedskrivninger. Ved at av- og nedskrivninger inkluderes, tar multippelen hensyn til fremtidig behov for vedlikehold og reinvesteringer. Er det derimot store forskjeller mellom fremtidig investeringsbehov og dagens avskrivninger, vil multippelen ignorere fremtidig kapitalbehov (Kaldestad og Møller, 2011, s. 160). Clas Ohlson er utelatt for beregning av medianverdi som følge av store engangskostnader i 2018, og Dollar Tree er utelatt som følge av negativ EBIT.

EV/EBIT	Europris	Clas Ohlson	Tokmanni	Target	Dollar Tree
EV	4 903 339 646	4 961 700 000	557 586 600	48 178 950 000	25 787 884 000
/ EBIT	587 073 000	94 000 000	50 300 000	4 110 000 000	-939 500 000
= EV/EBIT	8,35	52,78	11,09	11,72	NA

EV/EBIT	Costco	Walmart	Big Lots	Kid Interiør	XXL	Orkla
EV	93 562 004 140	310 361 500 000	1 683 442 240	2 173 754 195	6 291 543 207	71 376 363 199
/ EBIT	4 480 000 000	20 437 000 000	218 509 000	213 110 000	352 000 000	4 295 000 000
= EV/EBIT	20,88	15,19	7,7	10,2	17,87	16,62

EV/EBIT-aksjekurs, EPR	Median	Gjennomsnitt
EBIT	587 073 000	587 073 000
* EV/EBIT	11,72	13,29
= EV	6 881 888 251	7 803 306 468
- Netto finansiell gjeld	1 221 849 000	1 221 849 000
- Minoritetsinteresser	0	0
= Estimert MCAP	5 660 039 251	6 581 457 468
/ Utestående aksjer	161 468 888	161 468 888
= Aksjekurs, estimat	35,05	40,76

Tabell 12.5 - EV/EBIT

12.3.5 EV/NDK

$$\frac{EV}{NDK} = \frac{\text{Markedsverdi av netto driftskapital}}{\text{Balanseført netto driftskapital}}$$

Vi har tidligere beregnet P/B-multipler for de komparative selskapene. EV/NDK er selskapskapitalvarianten av denne balanseorienterte multiplene, og viser forholdet mellom markedsverdien til netto driftskapital og bokført verdi (Penman, 2010, s. 467). Multiplene setter slik driften i fokus og tar hensyn til at selskaper har ulik kapitalstruktur, ved at netto driftskapital nyttes i nevner. Multiplene tar slik hensyn til at en endring i gjeldsgrad ikke reflekterer endringer i forventet profitt fra en virksomhets drift (Penman, 2010, s. 467). Et EV/NDK-forhold som er større enn én, indikerer at investorene har tro på merverdier i selskapets netto driftseiendeler, og således en superprofitt i driften. Som vi ser av tabell 12.6 under, er XXL priset lavest etter EV/NDK-multiplene, hvilket kan indikere at aksjonærene har lave forventninger til fremtidig verdiskaping. I andre enden av skalaen finner vi Costco, der markedets forventninger til fremtiden må anses for å være høy. Multiplene egner seg godt som et supplement til EBIT- og EBITDA-multiplene, da den til en viss grad fanger opp fremtidige investeringsbehov.

EV/NDK	Europris	Clas Ohlson	Tokmanni	Target	Dollar Tree
EV	4 903 339 646	4 961 700 000	557 586 600	48 178 950 000	25 787 884 000
/ NDK	3 010 777 000	1 905 200 000	309 400 000	22 796 000 000	9 871 400 000
= EV/NDK	1,63	2,6	1,8	2,11	2,61

EV/NDK	Costco	Walmart	Big Lots	Kid Interiør	XXL	Orkla
EV	93 562 004 140	310 361 500 000	1 683 442 240	2 173 754 195	6 291 543 207	71 376 363 199
/ NDK	16 659 000 000	107 849 000 000	1 064 880 000	1 333 796 000	5 699 000 000	37 319 000 000
= EV/NDK	5,62	2,88	1,58	1,63	1,1	1,91

EV/NDK-aksjekurs, EPR	Median	Gjennomsnitt
Netto driftskapital	3 010 777 000	3 010 777 000
* EV/NDK	1,91	2,32
= EV	5 758 415 624	6 974 644 138
- Netto finansiell gjeld	1 221 849 000	1 221 849 000
- Minoritetsinteresser	0	0
= Estimert MCAP	4 536 566 624	5 752 795 138
/ Utestående aksjer	161 468 888	161 468 888
= Aksjekurs, estimat	28,1	35,63

Tabell 12.6 - EV/NDK

12.3.6 EV/Sales (EV/DI)

$$\frac{EV}{Sales} = \frac{\text{Markedsverdi av netto driftskapital}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Dette er en resultat- og balanseorientert multipl. Gitt at en kjenner selskapenes *kostnadsstruktur*, kan multipl. nyttes som et mål på effektivitet i driften (Kaldestad og Møller, 2011, s. 159). Salgsinntekt er viktig, men problemet er at salg i seg selv ikke nødvendigvis gir profitt (Penman, 2010, s. 9). Multipl. tar ikke hensyn til en virksomhets kostnader, og bør følgelig ikke nyttes alene (Penman, 2010, s. 83). Generelt nyttiggjør multipl. seg av lite informasjon, ettersom den kun tar i bruk den øverste linjen i resultatregnskapet. Dette gjør at multipl. ikke fanger opp at selskaper har ulike marginer og omløpshastighet. I og med at vi har inkludert selskaper tilstedeværende i andre markeder enn Europris, samt selskaper med ulik bransjetilknytning, danner dette grunnlag for skjevheter i forhold til marginer og omløp. På grunnlag av multipl. sine svakheter, vil vi legge mindre vekt på denne i det endelige relative verdiestimatet.

EV/Driftsinntekter	Europris	Clas Ohlson	Tokmanni	Target	Dollar Tree
EV	4 903 339 646	4 961 700 000	557 586 600	48 178 950 000	25 787 884 000
/ Driftsinntekter	5 816 984 000	8 797 200 000	870 400 000	74 433 000 000	22 823 300 000
= EV/DI	0,84	0,56	0,64	0,65	1,13

EV/Driftsinntekter	Costco	Walmart	Big Lots	Kid Interiør	XXL	Orkla
EV	93 562 004 140	310 361 500 000	1 683 442 240	2 173 754 195	6 291 543 207	71 376 363 199
/ Driftsinntekter	138 434 000 000	495 761 000 000	5 238 105 000	1 467 064 000	9 475 000 000	40 629 000 000
= EV/DI	0,68	0,63	0,32	1,48	0,66	1,76

EV/DI-aksjekurs, EPR	Median	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	5 816 984 000	5 816 984 000
* EV/DI	0,66	0,85
= EV	3 862 565 295	4 944 702 275
- Netto finansiell gjeld	1 221 849 000	1 221 849 000
- Minoritetsinteresser	0	0
= Estimert MCAP	2 640 716 295	3 722 853 275
/ Utestående aksjer	161 468 888	161 468 888
= Aksjekurs, estimat	16,35	23,06

Tabell 12.7 - EV/DI

12.3.7 Ikke-finansielle multipler

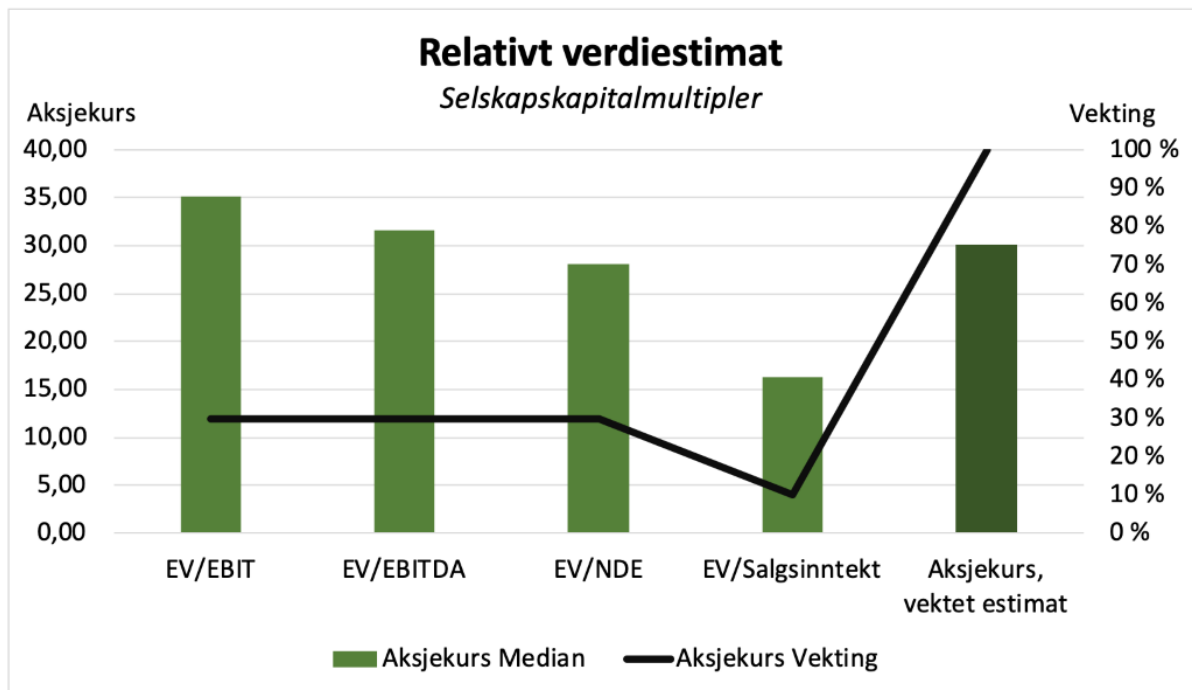
For virksomheter i bvu-bransjen vil analyse av ikke-finansielle forholdstall kunne gi økt innsikt. Relevante forholdstall med hensyn på verdiskaping er eksempelvis verdiskaping per kvadratmeter salgsareal, verdiskaping per ansatt og verdiskaping per butikk. Spesielt verdiskaping per butikk fordrer store likheter i driften, også i forhold til butikkstørrelse. I og med at selskapene ikke tilfredsstiller det grunnleggende kravet til uniformitet, er det imidlertid lite hensiktsmessig å nytte ikke-finansielle størrelser for videre sammenligning. Kaldestad og Møller (2011) argumenterer for at ikke-finansielle multipler normalt ikke bør legges til grunn, dersom finansielle multipler kan nyttes.

Vi har tidligere i oppgaven forsøkt å se på overnevnte forhold mellom de komparative selskapene i den fundamentale analysen, men manglende tilgjengelig informasjon gjør dette vanskelig. Et eksempel på dette er at de ulike virksomhetene rapporterer antall ansatte på ulike måter. Rapporteringen varierer fra gjennomsnittlig antall ansatte gjennom regnskapsåret, til antall fulltidsansatte, og antall fulltidsansatte ekskludert midlertidige ansettelse. Når det gjelder areal varierer oppgitte tall med hensyn på netto salgsareal, og brutto areal (inklusive lagerfasiliteter). Videre er det heller ikke alle virksomhetene som oppgir dette. Av den grunn utgår ikke-finansielle multipler i denne utredningen.

12.4 Verdiestimert ved bruk av komparativ verdsettelse

Ved å vekte verdiestimert de ulike multiplene gav på aksjekursen til Europris, vil vi få et endelig komparativt verdiestimert på aksjekursen.

I utarbeidelsen av det endelige relative verdiestimatet tar vi som tidligere nevnt utgangspunkt i de ulike multiplenes medianverdier. Videre vektlegges hver enkel multipl i forhold til relevans med hensyn på iboende styrker og svakheter. Av den grunn velger vi å utelate egenkapitalmultiplene, da disse ikke tar hensyn til ulik kapitalstruktur mellom selskapene. Av de resterende multiplene legger vi minst vekt på EV/driftsinntekter, på bakgrunn av at multiplene ikke tar hensyn til virksomhetenes kostnader. Salgsinntekter er sentralt for en virksomhet, men resulterer ikke nødvendigvis i profitt. Videre har vi valgt å vekte EV/EBIT og EV/EBITDA likt. Årsaken er at EV/EBIT og EV/EBITDA er nært beslektede multipler, med hver sine fordeler og ulemper. EV/EBITDA tar hensyn til ulike avskrivningsmetoder mellom selskapene, og ekskluderer nedskrivninger som per definisjon er engangshendelser. Den tar derimot ikke hensyn til at avskrivninger og nedskrivninger i realiteten er økonomiske kostnader selv om det ikke er «cash costs». På sikt må nyinvesteringer foretas, og dette fanges ikke opp av EV/EBITDA. Dette blir hensyntatt av EV/EBIT. Videre vektet EV/NDK likt med EV/EBIT og EV/EBITDA. Vi har videre valgt å nytte median-verdien av de estimerte multiplene fremfor gjennomsnittet. Dette gjøres da medianstørrelsen egner seg for å ekskludere utliggere i begge ender av skalaen, og er derfor mindre utsatt for ekstremverdier enn gjennomsnittet (Knivsflå, 2019, F 23, s. 52). Figur 12.1 viser benyttede multipler i den endelige komparative verdsettelsen, og vektingen som ble lagt til grunn.



Figur 12.1 - Verdiestimat og tilhørende vekter

Tabell 12.8 oppsummerer verdiestimatet de ulike multiplene gav, vektene vi har nyttet for de ulike multiplene, samt endelig komparativt verdiestimat.

Endelig relativt verdiestimat Multipler	Aksjekurs		
	Median	Gjennomsnitt	Vekting
P/B	26,84	31,50	0 %
P/E	30,81	39,17	0 %
EV/EBIT	35,05	40,76	30 %
EV/EBITDA	31,60	33,39	30 %
EV/NDE	28,10	35,63	30 %
EV/Salgsinntekt	16,35	23,06	10 %
Aksjekurs, vektet estimat	30,06	35,24	100 %

Tabell 12.8 - Endelig komparativt verdiestimat

Med utgangspunkt i valgte vektorer gir den komparative verdsettelsen et verdiestimat per Europris-aksje på **NOK 30,06**. Den fundamentale verdsettelsen gav et verdiestimat på NOK 33,96 etter justering for konkurrisiko. Følgelig er det komparative verdiestimatet 8,57 prosent lavere enn det fundamentale konkurjusterte verdiestimatet.

Avslutningsvis ønsker vi å påminne om svakhetene knyttet til den komparative verdsettelsen. Som presentert i delkapittel 12.2, er det svakheter i denne analysen på bakgrunn av at enkelte av de komparative selskapene skiller seg fra Europris i form av størrelse, geografisk tilstedeværelse, skattesats, og i noen grad bransjetilknytning. Vi har likevel valgt å inkludere de respektive selskapene, da vi mener en høyere utvalgsstørrelse, til tross for noen fundamentale ulikheter, danner grunnlag for mer forventningsrette multipler. Videre er multiplene regnet på bakgrunn av siste kjente perioderegnskap, med første kjente aksjekurs etter avleggingsdato. Multiplene speiler således markedssentimentet på dette tidspunktet, og er slik en svakhet i analysen. Videre er det ikke nyttet justerte tall. Analysen gir likevel verdifull innsikt, men svakhetene gjør at den komparative verdsettelsen vil vektlegges mindre enn den fundamentale verdsettelsen ved fastsettelse av endelig verdiestimat.

13. Oppsummering og konklusjon

Formålet med masterutredningen har vært å verdsette egenkapitalen til Europris ASA per 29.11.2019, samt synliggjøre usikkerheten i verdiestimatet. Fundamental metode ble valgt som hovedmetode, og komparativ verdsettelse med bruk av multiplikatormodellen ble nyttet som supplerende verdsettelsesteknikk. Vi vil nå oppsummere våre hovedfunn, presentere vårt endelige verdiestimat på den enkelte Europris-aksje, og avslutningsvis vil vår handelsstrategi presenteres.

13.1 Oppsummering av hovedfunn

Innledningsvis presenterte vi Europris og bvu-bransjen. Derneft presenterte vi makroforhold med innvirkning på bransjen, samt hvordan Europris med sine ressurser skiller seg fra øvrige aktører i bransjen. Dette dannet faktagrunnlaget for den kvalitative strategiske analysen i kapittel 4. Formålet med den strategiske analysen var å kvalitativt analysere om Europris har en strategisk fordel, samt avdekke underliggende kilder. I den eksterne bransjeorienterte analysen i kapittel 4.2 konkluderte vi med en forventning om en *svært stor* bransjefordel. Analysen avdekket at etableringsbarrierene i bransjen er betydelige. Dette skyldes en konsentrert markedsstruktur ved at noen få aktører besitter majoriteten av markedsandelene, at de store aktørene oppnår betydelige stordriftsfordeler, og at tilgangen på attraktive butikklokaler er begrenset. Videre konkluderte vi med at trusselen fra substitutter er lav, som underbygges av at bransjen i stor grad har vokst på bekostning av faghandel innen andre handelsbransjer. Disse forholdene gjør at bvu-bransjen viser kjennetegn av oligopol. Videre konkluderte vi med at bvu-bransjen har vært *underutviklet* i Norden, ved at konsentrasjonen i kundeledet har vært relativt høy sett i forhold til konsentrasjonen i aktørledet. Dette har lagt en demper på konkurranseintensiteten. I den interne ressursbaserte analysen i kapittel 4.3 konkluderte vi med en forventning om en moderat ressursulempe for Europris i form av en omløpsulempe. Omløpsulempen ble begrunnet med Europris sin kapitaltunge balanse som skyldes selskapets store goodwill-post. Samlet konkluderte vi med en forventning om en stor strategisk fordel for Europris over analyseperioden.

Derneft ble Europris og bransjens rapporterte regnskaper omgruppert og justert for investororientert analyse, en risikoanalyse ble foretatt, og avkastningskrav ble estimert. Dette la grunnlaget for en kvantitativ strategisk rentabilitetsanalyse i kapittel 8. Analysen bekreftet

våre forventninger om en svært stor bransjefordel, og en moderat ressursulempe i form av en omløpsulempe for Europris over analyseperioden. Tidsvektet gjennomsnittlig bransjefordel og ressursfordel over analyseperioden var henholdsvis 10,41 prosent og -3,04 prosent.

Innsikten fra den kvalitative strategiske analysen og den kvantitative strategiske regnskapsanalysen la så grunnlaget for utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidskrav. For fremtiden konkluderte vi med at den svært store bransjefordelen vil reduseres til en stor bransjefordel på mellomlang sikt, og til en liten bransjefordel i «steady state». Dette ble begrunnet med at konsentrasjonen i aktørleddet er økende relativt til konsentrasjonen i kundeledet, hvilket vil slå ut i gradvis økende intern rivalisering i bransjen. Ettersom konkurransen i hovedsak utspiller seg på grunnlag av pris, vil dette slå hardt ut i reduserte marginer for aktørene. Årsaken til at vi likevel forventer en stor bransjefordel på mellomlang sikt er at det vil ta tid for nyetablerere og eksisterende mindre aktører i bransjen å øke sine stordriftsfordeler og ekspandere sin drift. En sentral årsak er begrenset tilgang på attraktive butikklokaler. Videre konkluderte vi med at rene netthandelsaktører vil bli et sterkere substitutt i fremtiden, som følge at netthandelen i Norden er økende. Når det gjelder fremtidig utvikling i Europris sin ressursulempe, som i dag skyldes en omløpsulempe, konkluderte vi med at den vil gå mot paritet med bransjesnittet. Videre konkluderte vi med at Europris sitt strategiske samarbeid med ÖoB og Tokmanni vil organiseres mer effektivt i fremtiden, og at det nye sentrallageret til Europris vil resultere i reduserte kostnader når det kommer i effektiv drift i 2021. Kontinuerlig forbedring av operative prosesser er likevel et fellestrekk for aktørene i bransjen, slik at disse faktorene ikke vil resultere i en marginfordel, men derimot paritet med bransjesnittet. Våre framtidsutsikter for Europris ble oppsummert i analysen av fremtidig superentabilitet i kapittel 10.5. Analysen viste at Europris forventes å oppnå en strategisk fordel i «steady state» på 3,29 prosent, der hele fordelene består av en bransjefordel fra driften som skaleres opp med belåning.

Den fundamentale verdsettelsen ble utført i kapittel 11, og konvergent verdiestimat etter egenkapital- og selskapskapitalmetoden ble NOK 34,066 per aksje.

Det fundamentale pris/bok-forholdet ble 3,332. Forholdstallet gjenspeiler relativt vår budsjettering av fremtidig strategisk fordel for Europris. Vi har budsjettet med at strategisk fordel fra drift for Europris vil være stor de første årene i budsjettperioden, for så å avta mot «steady state». Merverdiene vi har bygget inn i verdiestimatet resulterer slik i et høyt pris/bok-

forhold. Videre ble det fundamentale pris/fortjeneste-forholdet 12,66, hvilket er lavere enn det «normale» pris/fortjeneste-forholdet som ble estimert til 18,08. Dette gjenspeiler at vi har budsjettert med avtakende strategisk fordel fra drift fra 2021, og dermed negativ superprofittvekst.

Verdiestimatet ble så justert for kortsiktig konkurrisiko, og gav et oppdatert verdiestimat på NOK 33,96 per aksje. Usikkerheten i verdiestimatet ble så kartlagt ved bruk av simulering- og sensitivitetsanalyse i Crystal Ball. Simuleringsanalysen gav en variasjonskoeffisient på 26,7 prosent hvilket uttrykker at det er usikkerhet i verdiestimatet. Analysen viste at verdiestimatet er mest sensitivt for endringer i netto driftsmargin i budsjettpunkt T, og egenkapitalbeta. I kapittel 12 ble komparativ verdivurdering nyttet som supplerende verdsettelsesmetode, og gav et verdiestimat på NOK 30,06 per aksje ved vektning av selskapskapitalmultipler.

13.2 Endelig verdiestimat på Europris-aksjen

Den fundamentale verdsettelsen gav et verdiestimat på NOK 33,96 per aksje.

Den komparative verdsettelsen gav et verdiestimat på NOK 30,06 per aksje.

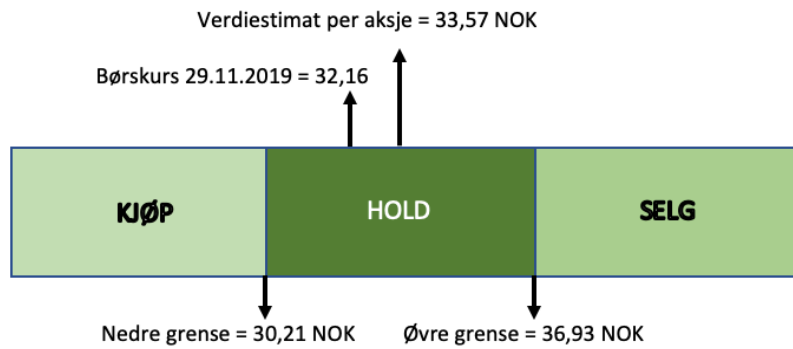
Ved fastsettelse av endelig verdiestimat på Europris-aksjen vektlegges den fundamentale verdsettelsen med 90 prosent, og den komparative verdsettelsen med 10 prosent. Dette gjøres da fundamental verdsettelse anses for å være mer framoverskuende og detaljrik enn komparativ verdsettelse, samt på bakgrunn av de presiserte svakhetene i den komparative verdsettelsen.

Endelig verdiestimat på Europris-aksjen blir følgende:

$$\text{Verdiestimat per aksje} = 0,9 * 33,96 + 0,1 * 30,06 = \mathbf{NOK 33,57}$$

13.3 Handelsstrategi

Ved å se vårt verdiestimat per aksje opp mot børskurs ønsker vi å legge fram en handelsstrategi. Vi legger til grunn en kjøpsanbefaling dersom børskurs er under 90 prosent av vårt verdiestimat per aksje, og en salgsanbefaling dersom børskurs ligger over 110 prosent av vårt verdiestimat per aksje. Dette gir følgende handelsstrategi:



Figur 13.1 - Handelsstrategi

Børskurs per 29.11.2019 var NOK 32,16. Børskurs er følgelig noe lavere enn vårt verdiestimat, men ligger ikke under vår nedre grense.

Følgelig blir vår anbefaling: **HOLD**.

Konsensusestimatet fra DN Investor den 29.11.2019 er NOK 34, og består av medianen av verdiestimatet til 9 meglerhus (Dagens Næringsliv, 2019a). Dette er noe høyere enn børskurs og vårt verdiestimat, men utgjør også en hold-anbefaling etter våre definerte grenser.

Litteraturliste

Bøker og trykte kilder

Baardsen, T, Knudsen, E, & Lien, L. (2015). *Strategiboken*. Bergen. Fagbokforlaget.

Barney, Jay. 2014. *Gaining and sustaining competitive advantage*. 4. utg. United Kingdom: Pearson Education Inc.

Berk, Jonathan & DeMarzo, Peter. 2011. *Corporate Finance*. 2nd edition. Boston, USA: Pearson Education Limited

Bjørnenak, Trond. 2019. *Strategiske lønnsomhetsanalyser*. Norge, Bergen. Fagbokforlaget.

Damodaran, Aswath, 2012. *Investment valuation*. 3. utg. New Jersey, USA. John Wiley & Sons.

Hanink, Dean M., 1997. *Principles and Applications of Economic Geography*. New Jersey, USA. John Wiley & Sons.

Hill, Charles W. L. & Jones, Gareth R. 2013. *Theory of Strategic Management*. 10th edition. USA: South-Western Cengage Learning

Kaldestad, Yngve & Møller, Bjarne. (2011). *Verdivurdering*. 1. utg. Oslo. Interface Media as.

Keller, Gerald. 2012. *Managerial Statistics*. 9th edition. USA: South-Western Cengage Learning.

Koller, T., Goedhart, M, & Wessels, D. 2015. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 6th edition. Hoboken: Wiley.

Palepu, Krishna G., Healy, Paul M. & Peek, Erik. 2010. *Business analysis and valuation: IFRS edition*. 2th edition. Hampshire, United Kingdom: Cengage Learning EMEA

Petersen, C., Plenborg, T., & Kinserdal, F. 2017. *Financial Statement Analysis*. Fagbokforlaget.

Penman, Stephen H. 2013. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5th edition. New York, USA: McGraw-Hill

Penman, Stephen H. 2010. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 4th edition. New York, USA: McGraw-Hill

Porter, Michael E., 1979. *How competitive forces shape strategy*. Harvard business review 57, no. 2 (March-April 1979): 137-145

Porter, Michael E., 2008. *The five competitive forces that shape strategy*. Harvard business review 86, no.1. s. 71-93

Samuelson, B, Peretz, A, & Olsen, E (2017). *Merkevareledelse*. 2. utg. Cappelen Damm.

Supphellen, M, Thorbjørnsen, H, & Troye, S. (2014). *Markedsføring, Verdibasert forventningsledelse*. Bergen. Fagbokforlaget.

Vale, Per, (2007). *Makroøkonomi, Har vi kontroll med utviklingen?*. 2. utg. Oslo, Abstrakt forlag AS.

Presentasjoner og forelesninger

Knivslå, Kjell Henry. 2019. F1.
Norges Handelshøyskole, BUS440A, forelesning 1.

Knivslå, Kjell Henry. 2019. F3.
Norges Handelshøyskole, BUS440A, forelesning 3.

Knivslå, Kjell Henry. 2019. F4.
Norges Handelshøyskole, BUS440A, forelesning 4.

Knivslå, Kjell Henry. 2019. F7.
Norges Handelshøyskole, BUS440A, forelesning 7.

Knivslå, Kjell Henry. 2019. F8.
Norges Handelshøyskole, BUS440A, forelesning 8.

Knivslå, Kjell Henry. 2019. F9.
Norges Handelshøyskole, BUS440A, forelesning 9.

Knivslå, Kjell Henry. 2019. F10.
Norges Handelshøyskole, BUS440A, forelesning 10.

Knivslå, Kjell Henry. 2019. F11.
Norges Handelshøyskole, BUS440A, forelesning 11.

Knivslå, Kjell Henry. 2019. F14.
Norges Handelshøyskole, BUS440A, forelesning 14.

Knivslå, Kjell Henry. 2019. F15.
Norges Handelshøyskole, BUS440A, forelesning 15.

Knivslå, Kjell Henry. 2019. F16.
Norges Handelshøyskole, BUS440A, forelesning 16.

Knivslå, Kjell Henry. 2019. F17.
Norges Handelshøyskole, BUS440A, forelesning 17.

Knivslå, Kjell Henry. 2019. F18.
Norges Handelshøyskole, BUS440A, forelesning 18.

Knivsfå, Kjell Henry. 2019. F19.
Norges Handelshøyskole, BUS440A, forelesning 19.

Knivsfå, Kjell Henry. 2019. F23.
Norges Handelshøyskole, BUS440A, forelesning 23.

Knivsfå, Kjell Henry. 2019. F24.
Norges Handelshøyskole, BUS440A, forelesning 24.

Års og kvartalsrapporter

Big Lots Inc. 2019. *Annual report 2018*

Costco Wholesale Corporation. 2019. *Annual report 2018*

Clas Ohlson AB. 2019. *Interim report Q1 2019/2020*

Clas Ohlson AB. 2019d. *Annual report 2018/2019*

Clas Ohlson AB. 2018. *Annual report 2017/2018*

Clas Ohlson AB. 2017. *Annual report 2016/2017*

Clas Ohlson AB. 2016. *Annual report 2015/2016*

Clas Ohlson AB. 2015. *Annual report 2014/2015*

Clas Ohlson AB. 2014. *Annual report 2013/2014*

Clas Ohlson AB. 2013. *Annual report 2012/2013*

Dollar Tree Inc. 2019. *Annual report 2018*

Europris ASA. 2019i. *Annual report 2018*.

Europris ASA 2019h. *Interim report Q3 2019*

Europris ASA. 2018. *Interim report Q1 2018*

Europris ASA. 2018. *Annual report 2017*

Europris ASA. 2017a. *Annual report 2016*

Europris ASA. 2016. *Annual report 2015*

EPH II AS 2015. *Annual report 2014*

Jula AB. 2019. *Årsredovisning och Koncernredovisning 2018*

Jula AB. 2018. *Årsredovisning och Koncernredovisning 2017*

Jula AB. 2017. *Årsredovisning och Koncernredovisning 2016*

Jula Holding AB. 2015. *Årsredovisning och Koncernredovisning 2014*

KID ASA. 2019. *Annual report 2018*

Orkla ASA. 2019. *Annual report 2018*

Rusta AB. 2018. *Årsredovisning och Koncernredovisning 2017/2018*

Rusta AB. 2017. *Årsredovisning och Koncernredovisning 2016/2017*

Rusta AB. 2015. *Årsredovisning och Koncernredovisning 2014/2015*

Target Corporation, 2019, *Annual report 2018*

Tokmanni Group Corporation. 2019. *Financial statements 2018*

Walmart, Inc. 2019. *Annual report 2018*

XXL ASA. 2019. *Annual report 2018*.

Internettbaserte kilder

Abcnyheter. 2019a. *Mange flere bommer gir nesten ikke mer penger.*

Tilgjengelig fra: <https://www.abcnyheter.no/motor/bil/2019/09/05/195608285/mange-flere-bommer-gir-nesten-ikke-mer-penger>. Sist avlest: 20.09.19.

Alfred Berg. 2019. *The Norwegian krone's correlation to the Brent oil price.*

Tilgjengelig fra: <https://www.alfredberg.com/the-norwegian-krones-correlation-to-the-brent-oil-price/>. Sist avlest: 22.10.19.

Allkunne. 2018a. *Disponibel realinntekt.*

Tilgjengelig fra: <https://www.allkunne.no/framside/samfunn-politikk-og-naringsliv/okonomi/okonomiske-omgrep/disponibel-realinntekt/2008/87293/>. Sist avlest: 20.09.19.

Affarsliv. 2018. *Jättelika lagret har blitt ännu större.*

Tilgjengelig fra: <https://www.affarsliv.com/nyheter/norrkoping/jattelika-lagret-har-blivit-annu-storre-om5541063.aspx>. Sist avlest: 23.09.19.

Bloomberg. 2019. *As 'Flying Shame' Grips Sweden, SAS Ups Stakes in Climate Battle.*

Tilgjengelig fra: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-04-14/as-flying-shame-grips-sweden-sas-ups-stakes-in-climate-battle>. Sist avlest: 17.10.2019.

Campingnett. 2018. *Bompenger i Europa*.

Tilgjengelig fra: <https://campingnett.no/2018/02/21/bompenger-i-europa/>. Sist avlest: 23.10.19.

Clas Ohlson. 2019a. *Våre markeder*.

Tilgjengelig fra: <https://about.clasohlson.com/no/om-oss/markeder-og-kanaler/vare-markeder/>. Sist avlest: 23.09.19.

Clas Ohlson. 2019b. *The Clas Ohlson Share*.

Tilgjengelig fra: <https://about.clasohlson.com/en/investors/the-share/>. Sist avlest: 23.09.19

Clas Ohlson. 2019c. *Produktkategorier*.

Tilgjengelig fra: <https://about.clasohlson.com/no/smarte-losninger/produktkategorier/>. Sist avlest: 23.09.19.

CNBC. 2019. *This statistic is a key reason why Walmart, Target and Costco are thriving while other retailers aren't*.

Tilgjengelig fra: <https://www.cnn.com/2019/06/05/this-is-why-walmart-and-target-are-thriving-other-retailers-arent.html>. Sist avlest: 20.11.19.

Dagens næringsliv. 2019. *Europris med dundrende underskudd – Gjør det bedre enn noen gang*.

Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/bors/europris/pal-wibe/espen-eldal/europris-med-dundrende-underskudd-gjor-det-bedre-enn-noen-gang/2-1-592506>. Sist avlest: 26.10.2019.

Dagens næringsliv. 2019a. *Europris*.

Tilgjengelig fra: <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S176/EPR/Europris>, Sist avlest: 29.10.2019.

Dagens næringsliv. 2017. *Slik går du klar av nettpriksfellene*

Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/privatokonomi/prisdiskriminering/netthandel/black-friday/slik-gar-du-klar-av-nettpriksfellene/2-1-214969>. Sist avlest: 24.10.2019.

Dinside. 2019. *Kolonial + Clas Ohlson = sant*.

Tilgjengelig fra: <https://www.dinside.no/okonomi/kolonialno--clas-ohlson--sant/71561085>. Sist avlest: 23.09.19.

ECB. 2019. *Monetary policy decisions*.

Tilgjengelig fra:

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190912~08de50b4d2.en.html?fbclid=IwAR2BPpuOTba2zIURKPAfQ7M-LvYIGhCdIXo21gM7BN6ZEH3syuZnwlN7XQ>.

Sist avlest: 22.10.19.

Ecomdash. 2018. *Beginner's Guide to Private Labeling and White Labeling*.

Tilgjengelig fra: <https://www.ecomdash.com/beginners-guide-private-labeling-white-labeling/>. Sist avlest: 23.10.19.

Ehandel. 2018. *Motgangen fortsetter for norske kjøpesenter – økt netthandel er en av utfordringene*.

Tilgjengelig fra: <https://no.ehandel.com/artikler/motgangen-fortsetter-for-norske-kjopesenter-okt-netthandel-en-av-flere-utfordringer/441940>. Sist avlest: 23.09.19.

Europris. 2019a. *Management*.

Tilgjengelig fra: <https://investor.europris.no/about-us/corporate-governance/management/>. Sist avlest: 20.09.19.

Europris. 2019b. *Historie*.

Tilgjengelig fra: <https://www.europris.no/historie>. Sist avlest: 23.09.19.

Europris. 2019c. *Storestock*.

Tilgjengelig fra: <https://www.europris.no/storestock/index/?sku=114813&latitude=>. Sist avlest: 23.09.19.

Europris. 2019d. *Kundeklubb*.

Tilgjengelig fra: <https://www.europris.no/mer>. Sist avlest: 23.09.19.

Europris. 2019e. *Europris sjefen: - Det vil ta flere år før krisen er over, og flere kjeder vil forsvinne*.

Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/handel/pal-wibe/xxl/europris/europris-sjefen-det-vil-ta-flere-ar-for-krisen-er-over-og-flere-kjeder-vil-forsvinne/2-1-532316>. Sist avlest: 23.09.19.

Europris. 2019f. *Drikke*.

Tilgjengelig fra: <https://www.europris.no/husholdning/drikke>. Sist avlest: 23.10.19.

Europris. 2019g. *Share information*.

Tilgjengelig fra: <https://investor.europris.no/share-information/share-information/default.aspx>. Sist avlest: 14.10.19.

Europris. 2018b. *Capital Markets day 5. December 2018*.

Tilgjengelig fra:

https://s22.q4cdn.com/579442476/files/doc_presentations/2018/11/Europris-Capital-markets-day-presentation-web.pdf. Sist avlest: 28.10.19.

Europris. 2017. *Nordic retail and consumer conference*.

Tilgjengelig fra:

https://www.europris.no/media/convert/pdf/DNB_Nordic_retail_and_consumer_conference_-_September_2017.pdf. Sist avlest: 28.10.19.

Europris. 2015. *Prospectus*.

Tilgjengelig fra: <http://www.europris.no/media/convert/pdf/Prospectus.pdf>. Sist avlest: 25.10.19.

E24. 2019. *Europris-sjefen venter på butikkdød for å rulle ut by butikker*.

Tilgjengelig fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/zGXgEw/europris-sjefen-venter-paa-butikkdoed-for-aa-rulle-ut-by-butikker>. Sist avlest: 23.09.19.

E24. 2019a. *Virke ber regjeringen stemme mot billig kinesisk netthandel på toppmøte*.

Tilgjengelig fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/1ArKwL/virke-ber-regjeringen-stemme-mot-billig-kinesisk-netthandel-paa-toppmoete>. Sist avlest: 23.10.19.

E24. 2019b. *Europris blar opp 190 millioner for svensk partnerskap.*

Tilgjengelig fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/Eo89w5/europris-blar-opp-190-millioner-for-svensk-partnerskap>. Sist avlest: 27.10.19.

E24. 2018. *Amazon åpner kasseløs butikk.*

Tilgjengelig fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/EWIK5G/amazon-aapner-kasseloes-matbutikk>. Sist avlest: 23.09.19.

E24. 2018a. *Ekspertene strides om Europris' svenske oppkjøp.*

Tilgjengelig fra: https://e24.no/boers-og-finans/i/kaozaL/ekspertene-strides-om-europris-svenske-oppkjoep?fbclid=IwAR0NJvxncgtzHZhGZ_bnXKu6ZoL_xeBwrvspVHWI75U75aKTIHL6RRLhHeg

Sist avlest: 21.10.19.

E24. 2018b. *Norges Kina-handel har eksplodert: - Undergraver konkurransen.*

Tilgjengelig fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/kJ0Ayj/nordmenns-kina-handel-har-eksplodert-undergraver-konkurransen>. Sist avlest: 23.10.19.

E24. 2018c. *Posten om vraking av 350-kronersgrensen: - Det blir et kaos.*

Tilgjengelig fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/4qOlJg/posten-om-vraking-av-350-kronersgrensen-det-blir-et-kaos>. Sist avlest: 23.10.19.

E24. 2015. *Finland har eksepsjonelt dårlige økonomiske utsikter.*

Tilgjengelig fra: <https://e24.no/norsk-oekonomi/i/kJvG9Q/finland-har-eksepsjonelt-daarlige-oekonomiske-utsikter>. Sist avlest: 23.10.2019.

Faktisk. 2019a. *Bompenger.*

Tilgjengelig fra: <https://www.faktisk.no/artikler/nl0/ti-ting-du-bor-vite-om-bompenger>. Sist avlest: 20.09.19.

Federal Reserve 2019. *Policy tools.*

Tilgjengelig fra:

https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm?fbclid=IwAR3fBFoYC7_azS05qciq0eiPm1o6v1v8qdQCvn00qHeX5TzLd1YWUoMZGU. Sist avlest: 05.11.19.

Finansavisen. 2019. *Arbeidsledigheten sjokkerer i Sverige.*

Tilgjengelig fra:

<https://finansavisen.no/nyheter/makro/2019/09/17/6957242/arbeidsledigheten-sjokkerer-i-sverige>. Sist avlest: 22.10.2019.

FN-sambandet. 2019. *Arbeidsliv.*

Tilgjengelig fra: <https://www.fn.no/Tema/Arbeidsliv>. Sist avlest: 20.09.19.

Forskning. 2018a. *Stadig flere nordmenn bor i tettsteder.*

Tilgjengelig fra: <https://forskning.no/demografi-ntb/stadig-flere-nordmenn-bor-i-tettsteder/1266279>. Sist avlest: 20.09.19.

Harvard. 2019. *Made in China 2025*.

Tilgjengelig fra: <https://revista.drclas.harvard.edu/book/made-china-2025>. Sist avlest: 29.11.19.

Hilsen, Hans & Hundsnes, Tore. 2018. *Fra kundedata til forretningsverdi*. Magma

Tilgjengelig fra: <https://www.magma.no/fra-kundedata-til-forretningsverdi>. Sist avlest: 20.10.19.

Industri kapital. 2004. *Industri Kapital acquires 80% of the assets of Norway-based Terje Høili AS and Europris Norge AS*.

Tilgjengelig fra: <http://www.ikinest.com/News/Press-releases/Industri-Kapital-acquires-80-of-the-assets-of-Norway-based-Terje-Hoili-AS-and-Europris-Norge-AS/>. Sist avlest: 23.09.19.

International Monetary Fund. 2019. *Real GDP growth*.

Tilgjengelig fra:

https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD. Sist avlest: 31.10.19.

Investing. 2019. *Currencies USD/SEK*.

Tilgjengelig fra: <https://www.investing.com/currencies/usd-sek>. Sist avlest: 23.10.19.

Jula. 2019a.

Tilgjengelig fra: <https://www.jula.no>. Sist avlest: 23.09.19.

Motor. 2019a. *Bompenger*.

Tilgjengelig fra: <https://www.motor.no/artikler/2019/januar/13-milliarder-kroner-i-bompenger-i-2019/>. Sist avlest 20.09.19.

Motor. 2019b. *Bomstasjoner*.

Tilgjengelig fra: <https://www.motor.no/artikler/2019/april/norge-passerer-250-bomstasjoner/>. Sist avlest: 20.09.19.

Mtlogistikk. 2019. *Europris har flyttet inn i Moss*.

Tilgjengelig fra: <https://www.mtlogistikk.no/artikler/europris-apnet-det-nye-lageret/465975>. Sist avlest: 23.09.19.

Mtlogistikk. 2015. *Åpnet Nord-Europas største lager*.

Tilgjengelig fra: <https://www.mtlogistikk.no/artikler/apnet-nord-europas-storste-lager/352069>. Sist avlest: 23.09.19.

Naturvernforbundet. 2019. *Samarbeid mellom Finn og Naturvernforbundet: Derfor skal du ta vare på tingene dine*.

Tilgjengelig fra: <https://tavarepadetduhar.no/om-kampanjen/samarbeid-mellom-finn-og-naturvernforbundet-derfor-skal-du-ta-vare-pa-tingene-dine-article312-816.html>. Sist avlest: 23.09.19.

Nettavisen. 2019a. *Økonomi*.

Tilgjengelig fra: <https://www.nettavisen.no/okonomi/nedtur-for-klesbutikkene-i-oslo/3423693294.html>. Sist avlest 20.09.19

Nettavisen. 2018. *Europpris starter med netthandel.*

Tilgjengelig fra: <https://www.nettavisen.no/na24/europris-starter-med-netthandel/3423446654.html>. Sist avlest 20.09.19.

Nettavisen. 2018a. *Da strømmen av pakker fra Kina eksploderte, tok Posten hemmelige grep.*

Tilgjengelig fra: <https://www.nettavisen.no/na24/da-strommen-av-pakker-fra-kina-eksploderte-tok-posten-hemmelig-grep/3423561588.html>. Sist avlest: 23.10.19.

Norges Bank. 2019. *Rentebeslutninger fra 2001.*

Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten-/?fbclid=IwAR0otFAEqQD1nvDLKlgTFP8Yr0eP1Daal-iEAFtq5T38ZOdiVwqDwOo9FzE>. Sist avlest: 22.10.19.

Norges Bank. 2019c. *Valutakurser.*

Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=USD>. Sist avlest: 22.10.19

Norges Bank. 2019d. *Valutakurser.*

Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=EUR>. Sist avlest 22.10.19.

Norges Bank. 2019e. *Valutakurser.*

Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=SEK>. Sist avlest: 22.10.19.

Norges Bank. 2019f. *Statsobligasjoner månedsgjennomsnitt.*

Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>. Sist avlest: 02.11.19.

Norges Bank. 2019g. *Nibor renter i Norge fra 1982 – 2013.*

Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/en/topics/Statistics/Historical-monetary-statistics/Short-term-interest-rates/>. Sist avlest: 02.11.19.

Norges Markedsanalyseforening. 2015a. *Relevans er nøkkelen til effektiv kundedialog og salg.*

Tilgjengelig fra: <http://www.analysen.no/latest-news/regular-news/item/relevans-er-nokkelen-til-effektiv-kundedialog-og-salg>. Sist avlest: 20.09.19.

Norsk Telegrambyrå. 2019. *Extra åpner Norges første ubetjente døgnåpne butikk.*

Tilgjengelig fra: <https://kommunikasjon.ntb.no/pressemelding/extra-apner-norges-forste-ubetjente-dognapne-butikk?publisherId=89490&releaseId=17866324>, Sist avlest: 23.09.19.

Oracle. 2019. *Limitations of the Tornado Analysis Tool.*

Tilgjengelig fra: https://docs.oracle.com/cd/E57185_01/CYBUG/ch09s03s03.html. Sist avlest: 05.12.2019.

Oslo Børs. 2019. *Europris*.

Tilgjengelig fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/EPR.OSE/overview>.
Sist avlest: 22.10.2019.

Oslo Børs. 2019a. *Markedsaktivitet*.

Tilgjengelig fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/EPR.OSE/overview>.
Sist avlest: 20.09.19.

Oslobørs. 2019b. *Nibor 3 month*.

Tilgjengelig fra:
<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/NIBOR3M.NIBOR/overview>. Sist
avlest: 02.11.19

Patentstyret. 2019. *Merkevare*.

Tilgjengelig fra: <https://www.patentstyret.no/ord-og-uttrykk/merkevare/>. Sist avlest:
23.10.19.

Postnord. 2019. *Vanlige spørsmål og svar om moms på Kinapaket*.

Tilgjengelig fra: <https://www.postnord.se/om-oss/en-foranderlig-varld/moms-pa-kinapaket/vanliga-fragor-och-svar-om-moms-pa-kinapaket>. Sist avlest: 23.10.19

Proff. 2019. *Aksjonærer*.

Tilgjengelig fra: <https://www.proff.no/aksjonærer>. Sist avlest: 14.10.19.

Regjeringen. 2019. *350-kroners grensen fjernes*.

Tilgjengelig fra: https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/350-kronersgrensen-fjernes/id2672150/?fbclid=IwAR2SD8Bj5FtLrgrD0odxV0e6Z0EmFl6ZGdFiLi4k--48T7aT0hI7W7_VfnA. Sist avlest: 23.10.19.

Regjeringen. 2018. *Norges samarbeid med EU om toll, skatt og avgifter*.

Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/europapolitikk/tema/toll-skatt-avgifter/id686229/>. Sist avlest: 23.10.19.

Regjeringen. 2018b. *Indirekte skatter*.

Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/indirekte-skatter/id2353322/>. Sist avlest: 23.10.19.

Regjeringen. 2015. *Skatteutvalgets utredning sendes på høring*.

Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/skatteutvalgets-utredning-nou-2014-13-sendes-pa-horing/id2357186/>. Sist avlest: 30.10.19.

Regjeringen. 2014. *Norges Velstand avhengig av internasjonal handel*.

Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/naringsliv/handel/ud---innsiktsartikler/innsikt/handelspolitikk/id2076177/>. Sist avlest: 23.10.19.

Retailmagasinet. 2019. *Innkjøp og logistikk er kjernevirksomhet for Jula*.

Tilgjengelig fra: <http://retailmagasinet.no/nyhetsarkiv/innkjop-og-logistikk-er-kjernevirksomhet-jula>. Sist avlest: 23.09.19.

Patentstyret. 2019. *Merkevare*.

Tilgjengelig fra: <https://www.patentstyret.no/ord-og-uttrykk/merkevare/>. Sist avlest: 23.09.19.

Reuters. 2013. *Ralph Lauren to pay \$1.6 million to resolve Argentine bribery case*.

Tilgjengelig fra: <https://www.reuters.com/article/us-ralphlauren-fcpa/ralph-lauren-to-pay-1-6-million-to-resolve-argentine-bribery-case-idUSBRE93L0N920130422>, Sist avlest: 20.09.19.

Riksbanken. 2019. *Repo rate, deposit and lending rate*.

Tilgjengelig fra: <https://www.riksbank.se/en-gb/statistics/search-interest--exchange-rates/repo-rate-deposit-and-lending-rate/>. Sist avlest: 23.10.2019.

RSM. 2019. *Selskapsskatt*.

Tilgjengelig fra: <https://www.rsm.global/norway/nb/selskapsskatt>. Sist avlest: 23.10.19.

Rusta. 2019a. *Rustas historie*.

Tilgjengelig fra: <https://www.rusta.com/no/informasjon/rusta-idag/rustas-historie/>. Sist avlest: 23.09.19.

Rusta. 2019b. *Om Rusta*.

Tilgjengelig fra: <https://www.rusta.com/no/informasjon/om-rusta/>. Sist avlest: 23.09.19.

Rusta. 2019c.

Tilgjengelig fra: <https://www.rusta.com/no/>. Sist avlest: 23.09.19.

Rusta. 2019d. *Club Rusta FAQ*.

Tilgjengelig fra: <https://www.rusta.com/no/club-rusta/club-rusta-faq/>: Sist avlest: 23.09.19.

SCB. 2019. *Befolkningspronos för Sverige*.

Tilgjengelig fra: <https://www.scb.se/hitta-statistik/sverige-i-siffror/manniskorna-i-sverige/befolkningsprognos-for-sverige/>. Sist avlest: 22.10.2019.

SCB. 2019a. *Medellöner i Sverige*.

Tilgjengelig fra: <https://www.scb.se/hitta-statistik/sverige-i-siffror/utbildning-jobb-och-pengar/medelloner-i-sverige/>.

Sist avlest: 22.10.19.

SCB. 2019b. *Konsumprisindex*.

Tilgjengelig fra: <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/priser-och-konsumtion/konsumentprisindex/konsumentprisindex-kpi/pong/tabell-och-diagram/konsumentprisindex-kpi/kpi-huvudgrupper-ar/>. Sist avlest: 23.10.19.

SCB. 2019c. *Disposable income by type of household, 2011-2017*.

Tilgjengelig fra: <https://www.scb.se/en/finding-statistics/statistics-by-subject-area/household-finances/income-and-income-distribution/income-and-tax-statistics/pong/tables-and-graphs/income--households-the-entire-country/disposable-income-by-type-of-household-2011-2017/>. Sist avlest: 23.10.19.

Simpleflying. 2019. *Swedish people are cutting out air travel to save the environment.*
Tilgjengelig fra: <https://simpleflying.com/swedish-people-not-flying/>. Sist avlest: 22.11.2019.

Sintef. 2018. *Hva betyr egentlig sirkulær økonomi.*
Tilgjengelig fra: <https://www.sintef.no/siste-nytt/hva-betyr-egentlig-sirkular-okonomi/>. Sist avlest: 21.10.19.

Skatteetaten. 2019. *Tabeller og skatter.*
Tilgjengelig fra: <https://www.skatteetaten.no/satser/>. Sist avlest: 23.10.19.

Statistikcentralen. 2018. *Antalet unga hotar att minska avsevärt på grund av lägre fruktsamhet.*
Tilgjengelig fra: https://www.stat.fi/til/vaenn/2018/vaenn_2018_2018-11-16_tie_001_sv.html. Sist avlest 23.10.19.

Statistics Finland. 2019. *Tables.*
Tilgjengelig fra: https://www.stat.fi/til/khi/tau_en.html. Sist avlest: 23.10.19.

Statistics Finland. 2019b. *Table 006.*
Tilgjengelig fra: http://pxnet2.stat.fi/PXWeb/pxweb/en/StatFin/StatFin__tul_tjkt/?tablelist=true. Sist avlest: 23.10.19.

Statistisk Sentralbyrå. 2019a. *Faktaside.*
Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/teknologi-og-innovasjon/faktaside>. Sist avlest: 20.09.19.

Statistisk Sentralbyrå. 2019b. *BNP per innbygger, prisnivåjustert.*
Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/ppp>. Sist avlest: 20.09.19.

Statistisk Sentralbyrå. 2019. *Konsumprisindeksen.*
Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/statbank/table/03014/>. Sist avlest: 20.09.19.

Statistisk Sentralbyrå. 2019d. *Lønn.*
Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/statistikker/lonnansatt/aar>. Sist avlest: 22.10.19.

Statistisk Sentralbyrå. 2019e. *NIBOR og Norges Banks foliorente (prosent) 2013M12-2019M08.*
Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/statbank/table/10701>. Sist avlest: 02.11.2019.

Statistisk Sentralbyrå. 2019f. *Kina i ferd med å bli like stor som USA på innovasjon og teknologi.*
Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/teknologi-og-innovasjon/artikler-og-publikasjoner/kina-i-ferd-med-a-bli-like-stor-som-usa-pa-innovasjon-og-teknologi>. Sist avlest: 10.12.2019.

Statistisk Sentralbyrå. 2018a. *Befolkningsframskrivninger.*
Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/folkfram>. Sist avlest: 20.09.19.

Statistisk Sentralbyrå. 2017a. *Bredbåndshastighet*.

Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/teknologi-og-innovasjon/artikler-og-publikasjoner/bredbandshastigheten-i-norge-nidoblet-de-siste-atte-arene>. Sist avlest: 20.09.19.

Thorbjørnsen, H. (2011). *Fusjoner og oppkjøp*. Magma.

Tilgjengelig fra: <https://www.magma.no/fusjoner-og-oppkjop>. Sist avlest: 29.11.2019.

Tradingeconomics. 2019. *Sweden interest rate*.

Tilgjengelig fra: <https://tradingeconomics.com/sweden/interest-rate>. Sist avlest: 23.10.19.

Tradingeconomics. 2019a. *USA – 30 År Bond Yield*.

Tilgjengelig fra: <https://no.tradingeconomics.com/united-states/30-year-bond-yield>. Sist avlest: 02.11.2019.

Tungt. 2015. *Rustas nye sentrallager snart klart*.

Tilgjengelig fra: <https://www.tungt.no/logistikk/rustas-nye-sentrallager-snart-klart-2018531>. Sist avlest: 23.09.19.

Universal Postal Union. 2019. *The UPU*.

Tilgjengelig fra: <http://www.upu.int/en/the-upu/the-upu.html>. Sist avlest: 23.10.19.

Verdensbanken. 2018. *International LPI, Global Rankings 2018*.

Tilgjengelig fra: <https://lpi.worldbank.org/international/global>. Sist avlest: 29.10.19.

Virke. 2019. *Nye regler for netthandel*.

Tilgjengelig fra: <https://www.virke.no/politikk/nye-regler-for-netthandel/>. Sist avlest: 23.10.19.

Visit Sweden. 2019. *Bomstasjoner, bompenger og broavgifter i Sverige*.

Tilgjengelig fra: <https://visitsweden.no/bomstasjoner-bompenger-og-broavgifter/>. Sist avlest: 22.10.2019.

World Economic Forum. 2019. *Global Competitiveness Index 4.0*.

Tilgjengelig fra: http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2019/competitiveness-rankings/?doing_wp_cron=1575998804.7530999183654785156250. Sist avlest: 25.11.19.

Rapporter

Asplan Viak. 2012. *Bompenger eller ikke – virkninger for Førde*. Oslo: Asplan Viak.

Europris ASA. 2015a. *Prospectus*. Norge: Europris ASA

Fafo. 2017. *Varehandelen som inkluderingsarena*.

Finn. 2017. *Det norske bruktmarkedet*.

Hovedorganisasjonen Virke. 2019. *Handelsrapporten 2019/2020*. Oslo: Hovedorganisasjonen Virke.

Hovedorganisasjonen Virke. 2018. *Handelsrapporten 2018/2019*. Oslo: Hovedorganisasjonen Virke.

Hovedorganisasjonen Virke. 2017. *Handelsrapporten 2017/2018*. Oslo: Hovedorganisasjonen Virke.

Menon Economics. 2019. *Fjerning av «350-kronersgrensen» for import til Norge – Virkninger på sysselsetting og inntekter til staten*.

Nav. 2018. *Navs bedriftsundersøkelse 2018*. Notat 1:2018.

Norges Bank. 2019b. *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet 2/19*.

Norges Bank. 2019h. *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet 3/1*.

Oslo Economics. 2017. *Etableringshindringer i dagligvaresektoren*. Oslo: Rapport utarbeidet på oppdrag fra Nærings- og fiskeridepartementet.

Postnord. 2018. *Netthandel i Norden*.

Svensk Handel. 2018. *Det stora detaljhandelsskiftet*.

Lover, standarder og stortingsmeldinger

NOU 2019:6, 2019. *Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2019*.

Meld. St. 9. 2018-2019. Handelsnæringen – Når kunden alltid har rett. Regjeringen.

Meld. St. 21. 2014-2015. Forvaltningen av statens pensjonsfond utland. Regjeringen.

IFRS 16 *Leases*.

Tilgjengelig fra: <https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs-16>

IFRS 10 *Consolidated financial statements*.

Tilgjengelig fra: <https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs10>

IAS 16, *Property, Plant and Equipment*.

Tilgjengelig fra: <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias16>

IAS 17, *Leases*.

Tilgjengelig fra: <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias17>

IAS 38, *Intangible Assets*.

Tilgjengelig fra: <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias38>

Tabelloversikt

TABELL 2.1 – AVKASTNING 2015-2019, EUROPRIS ASA.....	18
TABELL 2.2 - AKSJONÆRLISTE 29. 11. 2019 (EUROPRIS 2019G)	18
TABELL 2.3 - INNSIDERE 2018, PROFF (2019)	19
TABELL 2.4 - MARKEDSUNDERSØKELSE (EUROPRIS, 2016, S. 57).....	48
TABELL 4.1 - POLITISKE FAKTORER SIN PÅVIRKNING PÅ BVU-BRANSJEN.....	63
TABELL 4.2 - ØKONOMISKE FORHOLD SIN PÅVIRKNING PÅ BVU-BRANSJEN	67
TABELL 4.3 - SOSIOKULTURELLE FORHOLD SIN PÅVIRKNING PÅ BVU-BRANSJEN	68
TABELL 4.4 - TEKNOLOGISKE FORHOLD SIN PÅVIRKNING PÅ BVU-BRANSJEN	69
TABELL 4.5 - MILJØMESSIGE FORHOLD SIN PÅVIRKNING PÅ BVU-BRANSJEN.....	70
TABELL 4.6 - LEGALE FORHOLD SIN PÅVIRKNING PÅ BVU-BRANSJEN	70
TABELL 4.7 - OPPSUMMERING PESTEL-ANALYSE	70
TABELL 4.8 - TRUSSEL FRA INNTRENGERE	75
TABELL 4.9 - INTERN RIVALISERING	78
TABELL 4.10 - TRUSSEL FRA SUBSTITUTTER.....	80
TABELL 4.11- EMV-MATRISSE, KOMPARATIVE SELSKAPER	82
TABELL 4.12 - LEVERANDØRENES FORHANDLINGSMAKT	85
TABELL 4.13 - KUNDENES FORHANDLINGSMAKT.....	87
TABELL 4.14 - OPPSUMMERING KONKURRANSEKREFTER.....	88
TABELL 4.15 - VRIO-RAMMEVERKET.....	90
TABELL 4.16 - FRANCHISEDRIFT GIR KONKURRANSEMESSIG PARITET	92
TABELL 4.17 - STØRRELSE OG GEOGRAFISK TILSTEDEVÆRELSE GIR KONKURRANSEMESSIG PARITET.....	93
TABELL 4.18 - STRATEGISKE SAMARBEIDSAVTALER GIR KONKURRANSEMESSIG PARITET ...	94
TABELL 4.19 - VAREHUSENES LOKALISERING GIR KONKURRANSEMESSIG PARITET	95
TABELL 4.20 - SENTRALLAGER DANNER GRUNNLAG FOR KONKURRANSEMESSIG PARITET .	96
TABELL 4.21 - OMDØMME GIR KONKURRANSEMESSIG PARITET.....	98
TABELL 4.22 - GOODWILL GIR KONKURRANSEMESSIG ULEMPE	98
TABELL 4.23 - OPPSUMMERING INTERN RESSURSBASERT ANALYSE	98
TABELL 4.24 - SWOT-ANALYSE.....	100
TABELL 4.25 - OPPSUMMERING STRATEGISK ANALYSE	102

TABELL 5.1 - RAPPORTERT RESULTATREGNSKAP, EUROPRIS	107
TABELL 5.2 - RAPPORTERT BALANSE, EUROPRIS	108
TABELL 5.3 - ENDRING I EGENKAPITAL, EUROPRIS	109
TABELL 5.4 - TRAILING RESULTATREGNSKAP, 2019T	113
TABELL 5.5 – TRAILING BALANSE, 2019T	114
TABELL 5.6 - ENDRING I EGENKAPITAL, EUROPRIS, 2018 OG 2019T	115
TABELL 5.7 - FULLSTENDIG NETTORESULTAT TIL EGENKAPITALEN, EUROPRIS	116
TABELL 5.8 - RESULTAT TIL ULIKE KAPITALER I BALANSEN, EUROPRIS	117
TABELL 5.9 - FORDELING AV UNORMALT DRIFTSRESULTAT FØR SKATT, EUROPRIS	118
TABELL 5.10 - FORDELING AV UNORMALT FINANSRESULTAT FØR SKATT, EUROPRIS	118
TABELL 5.11 - UNORMALT NETTO FINANSRESULTAT, EUROPRIS	119
TABELL 5.12 – SKATTESATSER, EUROPRIS	119
TABELL 5.13 - UNORMALT NETTO DRIFTSRESULTAT, EUROPRIS	120
TABELL 5.14 - FORDELING AV SKATTEKOSTNAD, EUROPRIS	120
TABELL 5.15 - OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP, EUROPRIS	120
TABELL 5.16 - OMGRUPPERT BALANSE, EUROPRIS	122
TABELL 5.17 - OMGRUPPERT TOTALBALANSE, EUROPRIS	123
TABELL 5.18 – NETTO DRIFTSRELATERTE ANLEGGSMIDLER, OG DRIFTSRELATERT ARBEIDSKAPITAL, EUROPRIS	123
TABELL 5.19 - SYSSELSATT KAPITAL, EUROPRIS	124
TABELL 5.20 - NETTO FINANSIELL GJELD, EUROPRIS	124
TABELL 5.21 - NETTO DRIFTSKAPITAL, EUROPRIS	124
TABELL 5.22 - OMGRUPPERT KONTANTSTRØMOPPSTILLING, EUROPRIS	125
TABELL 5.23 - RENTEBEREGNING FINANSIELL GJELD, EUROPRIS	128
TABELL 5.24 - ENDRING I LEIE, EUROPRIS	128
TABELL 5.25 - EFFEKTER AV KAPITALISERING, EUROPRIS	128
TABELL 5.26 - OMGRUPPERT OG JUSTERT RESULTATREGNSKAP, EUROPRIS	130
TABELL 5.27 - OMGRUPPERT OG JUSTERT BALANSEOPPSTILLING, EUROPRIS (NOK 1000)	130
TABELL 5.28 - OMGRUPPERT OG JUSTERT SYSSELSATT KAPITAL, EUROPRIS (NOK 1000)...	130
TABELL 5.29 - OMGRUPPERT OG JUSTERT NETTO DRIFTSKAPITAL, EUROPRIS (NOK 1000)	131
TABELL 5.30 - ENDRINGER I EGENKAPITAL, EUROPRIS (NOK 1000)	131

TABELL 5.31 - OMGRUPPERT OG JUSTERT KONTANTSTRØMOPPSTILLING, EUROPRIS (NOK 1000).....	131
TABELL 5.32 - VALUTAKURSER, (NORGES BANK, 2019E).....	131
TABELL 5.33 - OMGRUPPERT OG JUSTERT RESULTATREGNSKAP, BRANSJEN	132
TABELL 5.34 - OMGRUPPERT OG JUSTERT BALANSEOPPSTILLING, BRANSJEN	132
TABELL 5.35 - OMGRUPPERT OG JUSTERT SYSSELSATT KAPITAL, BRANSJEN (NOK 1000) ..	132
TABELL 5.36 - OMGRUPPERT OG JUSTERT NETTO DRIFTSKAPITAL, BRANSJEN (NOK 1000)	133
TABELL 5.37 - ENDRINGER I EGENKAPITAL, BRANSJEN (NOK 1000).....	133
TABELL 5.38 - OMGRUPPERT OG JUSTERT KONTANTSTRØMOPPSTILLING, BRANSJEN	133
TABELL 5.39 - TIDSVEKTING, EUROPRIS.....	134
TABELL 6.1 - DEKOMPONERING AV LIKVIDITETSGRAD 1, EUROPRIS.....	137
TABELL 6.2 - DEKOMPONERING AV LIKVIDITETSGRAD 1, BRANSJEN	137
TABELL 6.3 - ENDRING I LIKVIDE MIDLER, EUROPRIS	140
TABELL 6.4 - FINANSIERINGSMATRISER I NOK 1000 OG PROSENTVIS, EUROPRIS (2019T) ...	144
TABELL 6.5 - FINANSIERINGSMATRISER I NOK 1000 OG PROSENTVIS, BRANSJEN (2019T)...	144
TABELL 6.6 - FINANSIERINGSMATRISER EUROPRIS, 2018.....	145
TABELL 6.7 - FINANSIERINGSMATRISER BRANSJEN, 2018	145
TABELL 6.8 - SYNTETISK RATING, EUROPRIS.....	146
TABELL 6.9 - SYNTETISK RATING, BRANSJEN	146
TABELL 7.1 - RISIKOFRI RENTE	151
TABELL 7.2 - MARKEDETS RISIKOPREMIE	153
TABELL 7.3 - REGRESJONSUTSKRIFT FRA EXCEL	154
TABELL 7.4 - REGRESJONSUTSKRIFT I EXCEL 2.....	156
TABELL 7.5 - FINANSIELL GJELDSBETA	156
TABELL 7.6 - FINANSIELL EIENDELSBETA	157
TABELL 7.7 - NETTO FINANSIELL GJELDSBETA	157
TABELL 7.8 - NETTO DRIFTSBETA.....	158
TABELL 7.9 - EGENKAPITALBETA.....	158
TABELL 7.10 – EGENKAPITALKRAV	159
TABELL 7.11 - AVKASTNINGSKRAV TIL FINANSIELL GJELD	159

TABELL 7.12 - AVKASTNINGSKRAV TIL FINANSIELLE EIENDELER	159
TABELL 7.13 - AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD	160
TABELL 7.14 - NETTO DRIFTSKRAV	160
TABELL 7.15 - KRAV TIL SYSSELSATT KAPITAL	160
TABELL 7.16 - OVERSIKT AVKASTNINGSKRAV	160
TABELL 8.1 - STRATEGISK FORDEL, EUROPRIS	162
TABELL 8.2 - STRATEGISK DRIFTSFORDEL	163
TABELL 8.3 – DRIFTSFORDEL.....	163
TABELL 8.4 - DRIFTSFORDEL, DEKOMPONERT I BRANSJE-, RESSURS- OG GEARINGFORDEL	164
TABELL 8.5 - BRANSJEFORDEL DRIFT	164
TABELL 8.6 - RESSURSFORDEL DRIFT, EUROPRIS	166
TABELL 8.7 – MARGINFORDEL, EUROPRIS.....	167
TABELL 8.8 - COMMON SIZE ANALYSE, EUROPRIS.....	168
TABELL 8.9 – OMLØPSFORDEL.....	170
TABELL 8.10 - GEARINGFORDEL DRIFT	171
TABELL 8.11 - DRIFTSFORDEL OPPSUMMERT.....	171
TABELL 8.12 - FINANSIERINGSFORDEL FINANSIELL GJELD.....	173
TABELL 8.13 - FINANSIERINGSFORDEL FINANSIELLE EIENDELER	174
TABELL 8.14 - FINANSIERINGSFORDEL NETTO FINANSIELL GJELD	174
TABELL 8.15 - OPPSUMMERING FINANSIERINGSFORDEL.....	174
TABELL 8.16 - OPPSUMMERING STRATEGISK FORDEL	175
TABELL 9.1 - NORMALISERT EGENKAPITALVEKST, EUROPRIS.....	179
TABELL 9.2 - NORMALISERT EGENKAPITALVEKST, BRANSJEN	179
TABELL 9.3 - REALVEKST BNP (IMF, 2019)	183
TABELL 9.4 – BUDSJETTPUNKT, DRIFTSINNTEKTSVEKST.....	185
TABELL 9.5 - BUDSJETTERTE DRIFTSINNTEKTER	185
TABELL 9.6 - FREMSKREVET NETTO DRIFTSEIENDELER	187
TABELL 9.7 - BUDSJETTPUNKT, NETTO DRIFTSMARGIN	188
TABELL 9.8 – FREMSKREVET NETTO DRIFTSRESULTAT	189

TABELL 9.9 - FREMSKREVET NETTO FINANSIELL GJELD	191
TABELL 9.10 - FREMSKREVET NETTO FINANSKOSTNAD	192
TABELL 9.11 - FREMSKREVET NETTO FINANSINNTEKT	193
TABELL 9.12 - OPPSUMMERING FREMSKREVET NETTO FINANSRESULTAT	194
TABELL 9.13 – FREMTIDSREGNSKAP	194
TABELL 9.14 – FREMTIDSBALANSE SYSSELSATT KAPITAL	195
TABELL 9.15 - FREMTIDSBALANSE NETTO DRIFTSKAPITAL	195
TABELL 9.16 - FREMTIDIG FRI KONTANTSTRØM (NOK 1000)	196
TABELL 10.1 - FREMSKREVET RISIKOFRI RENTE	199
TABELL 10.2 - FREMSKREVET EGENKAPITALBETA	199
TABELL 10.3 - FREMSKREVET AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN	200
TABELL 10.4 - FREMTIDIG SYNTETISK RATING	201
TABELL 10.5 - FREMSKREVET KRAV TIL FINANSIELL GJELD	202
TABELL 10.6 - FREMSKREVET FINANSIELL GJELDSBETA	202
TABELL 10.7 - FREMSKREVET AVKASTNINGSKRAV FINANSIELLE EIENDELER	202
TABELL 10.8 - FREMSKREVET FINANSIELL EIENDELSBETA	203
TABELL 10.9 - FREMSKREVET AVKASTNINGSKRAV NETTO FINANSIELL GJELD	203
TABELL 10.10 - FREMSKREVET NETTO FINANSIELL GJELDSBETA	203
TABELL 10.11 - FREMSKREVET AVKASTNINGSKRAV SYSSELSATT KAPITAL	204
TABELL 10.12 - FREMSKREVET NETTO DRIFTSKRAV	204
TABELL 10.13 - OPPSUMMERING FREMTIDSKRAV	204
TABELL 10.14 - FREMTIDIG SUPERRENTABILITET DEKOMPONERT	206
TABELL 11.1 - VEK VED FKE-MODELLEN	210
TABELL 11.2 - VEK VED SPE-MODELLEN	211
TABELL 11.3 - VEK VED Δ SPE-MODELLEN	212
TABELL 11.4 - VEK VED FKD-MODELLEN	214
TABELL 11.5 - VEK VED SPD-MODELLEN	215
TABELL 11.6 - VEK VED Δ SPD-MODELLEN	216
TABELL 11.7 - VEK VED FKS-MODELLEN	217
TABELL 11.8 - VEK VED SPS-MODELLEN	218

TABELL 11.9 - VEK VED Δ SPS-MODELLEN	219
TABELL 11.10 - OPPSUMMERING FØRSTE VERDIESTIMAT PÅ EGENKAPITALEN TIL EUROPRIS VED ULIKE METODER.....	220
TABELL 11.11 - KONVERGENS MOT ENDELIG VERDIESTIMAT	221
TABELL 11.12 - HISTORISK STANDARDAVVIK FOR VALGTE BUDSJETTDRIVERE	227
TABELL 11.13 - FORUTSETNINGER DRIFTSINNTEKTSVEKST; FORVENTNING, STANDARDAVVIK OG SANNSYNLIGHETSFORDELING	228
TABELL 11.14 - FORUTSETNINGER NETTO DRIFTSMARGIN - FORVENTNING, STANDARDAVVIK OG SANNSYNLIGHETSFORDELING.....	228
TABELL 11.15 - FORUTSETNINGER OMLØPET TIL NETTO DRIFTSEIENDELER; FORVENTNING, STANDARDAVVIK OG SANNSYNLIGHETSFORDELING.....	228
TABELL 11.16 - FORUTSETNINGER ANDRE KRITISKE FAKTORER - FORVENTNING, STANDARDAVVIK OG SANNSYNLIGHETSFORDELING.....	228
TABELL 11.17 – KORRELASJONSMATRISER BASERT PÅ ANALYSEPERIODEN.....	229
TABELL 11.18 - KORRELASJONER NYTTET I SIMULERINGEN	230
TABELL 11.19 - BUDSJETTDRIVERNES BIDRAG TIL VARIANS.....	233
TABELL 12.1 - TALLGRUNNLAG FOR KOMPARATIV VERDSETTELSE	242
TABELL 12.2 - PRIS/BOK-MULTIPLIKATORER OG ESTIMAT PÅ AKSJEKURS	243
TABELL 12.3 - PRIS/FORTJENESTE-MULTIPLIKATORER OG ESTIMAT PÅ AKSJEKURS.....	245
TABELL 12.4 - EV/EBITDA.....	246
TABELL 12.5 - EV/EBIT.....	247
TABELL 12.6 - EV/NDK	248
TABELL 12.7 - EV/DI	249
TABELL 12.8 - ENDELIG KOMPARATIVT VERDIESTIMAT	251

Figuroversikt

FIGUR 2.1 - UTVIKLING I ANTALL BUTIKKER, 2013 – Q3 2019 (INKL. FRANCHISER)	16
FIGUR 2.2 – HISTORISK UTVIKLING AKSJEKURS EUROPRIS ASA (OSLO BØRS, 2019A).....	17

FIGUR 2.3 - UTVALGTE BVU-AKTØRERS OMSETNING I NORGE	21
FIGUR 2.4 - UTVIKLING, TILGANG PÅ DIGITALE VERKTØY 1994-2018	24
FIGUR 2.5 - UTVIKLING SELSKAPSSKATTESATS, FINLAND, NORGE OG SVERIGE	31
FIGUR 2.6 - STYRINGSRENTEN I NORGE, 2001-2019 (NORGES BANK, 2019).....	34
FIGUR 2.7 - STYRINGSRENTEN I SVERIGE, 1995-2019 (TRADINGECONOMICS, 2019)	35
FIGUR 2.8: USD / NOK 2017-2019 (NORGES BANK, 2019C)	35
FIGUR 2.9: EUR / NOK 2007-2019 (NORGES BANK, 2019D).....	36
FIGUR 2.10 - USD/ SEK 2007 – 2019 (INVESTING, 2019)	36
FIGUR 2.11 - UTVIKLING I KPI 2005-2018, NORGE, SVERIGE OG FINLAND, (SSB, 2019C), (SCB, 2019B), (STATISTICS FINLAND, 2019)	37
FIGUR 2.12 - UTVIKLING I DISPONIBEL REALINNTEKT PER INNBYGGER I NORGE 2009-2018 (NOU: 2019:6, S. 96)	38
FIGUR 2.13 - UTVIKLING I DISPONIBEL REALINNTEKT PER HUSSTAND, SVERIGE (SCB, 2019C)	38
FIGUR 2.14 - UTVIKLING I DISPONIBEL REALINNTEKT PER HUSSTAND, FINLAND (STATISTICS FINLAND, 2019B)	39
FIGUR 3.1 - RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING (KNIVSFLÅ, 2019, F.1, S. 35).....	56
FIGUR 4.1 - RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	58
FIGUR 5.1 - RAMMEVERK FOR REGNSKAPSANALYSE	105
FIGUR 5.2 - OMGRUPPERING AV BALANSEN	121
FIGUR 5.3 - OMGRUPPERING TIL SYSSELSATT KAPITAL	123
FIGUR 5.4 - OMGRUPPERING TIL NETTO DRIFTSKAPITAL.....	124
FIGUR 5.5 - TRE TYPER MÅLEFEIL	125
FIGUR 5.6 - RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLSANALYSE	134
FIGUR 6.1 - LIKVIDITETSGRAD 1	136
FIGUR 6.2 - FINANSIELL GJELDSDEKNING	138
FIGUR 6.3 - RENTEDEKNINGSGRAD	139
FIGUR 6.4 - EGENKAPITALPROSENT.....	141

FIGUR 6.5 - NETTO DRIFTSRENTABILITET	143
FIGUR 8.1 - STRATEGISK FORDEL, EUROPRIS.....	162
FIGUR 8.2 - BRANSJEFORDEL, DRIFT	165
FIGUR 8.3 - RESSURSFORDEL, EUROPRIS	166
FIGUR 9.1 - RAMMEVERK FOR UTARBEIDELSE AV FREMTIDSREGNSKAP	177
FIGUR 9.2 - UTVIKLING I DRIFTSINNTEKTSVEKST.....	178
FIGUR 9.3 - NORMALISERT EGENKAPITALVEKST	180
FIGUR 9.4 - REALVEKST BNP (IMF, 2019).....	182
FIGUR 9.5 - BUDSJETTERINGSMODELL, (KNIVSFLÅ, 2019, F.14, S. 38)	184
FIGUR 9.6 – HISTORISK OG FREMSKREVET DRIFTSINNTEKTSVEKST	186
FIGUR 9.7 – HISTORISK OG FREMSKREVET ONDE.....	187
FIGUR 9.8 – HISTORISK OG FREMSKREVET NETTO DRIFTSMARGIN	189
FIGUR 9.9 – HISTORISK OG FREMSKREVET FINANSIELL GJELDSDEL	190
FIGUR 9.10 – HISTORISK OG FREMSKREVET FINANSIELL EIENDELSDEL.....	191
FIGUR 10.1 - HISTORISK OG FREMTIDIG NETTO DRIFTSRENTABILITET OG NETTO DRIFTSKRAV	206
FIGUR 10.2 - HISTORISK OG FREMTIDIG STRATEGISK FORDEL	207
FIGUR 11.1 - RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE, (KNIVSFLÅ, 2019, F. 18, S. 3)	209
FIGUR 11.2 – KONVERGENS MOT ENDELIG VERDIESTIMAT, AKSJEKURS	222
FIGUR 11.3 - RESULTAT MONTE CARLO-SIMULERING.....	230
FIGUR 11.4 – OPPSIDEPOTENSIALET FOR VERDIESTIMAT	231
FIGUR 11.5 - NEDSIDERISIKO VERDIESTIMAT	232
FIGUR 11.6 - BUDSJETTDRIVERENS PÅVIRKNING PÅ VARIANS I VERDIESTIMAT.....	233
FIGUR 11.7 – TORNADOANALYSE	234
FIGUR 12.1 - VERDIESTIMAT OG TILHØRENDE VEKTER	250
FIGUR 13.1 - HANDELSSTRATEGI	255