



Handelshøyskolen BI - campus Oslo

BTH 36201

Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bacheloroppgave

Verdsettelse av Europris ASA

Navn: Håkon Sigfred Stark, Jesper Nyheim,
Andreas Åbelvold

Utlevering: 11.01.2021 09.00

Innlevering: 02.06.2021 13.00

**Bacheloroppgave ved
Handelshøyskolen BI**

Verdsettelse av Europris ASA



Eksamenskode og navn:

BTH 36201 – Bacheloroppgave i økonomi og administrasjon

Utleveringsdato:

04.01.2021

Innleveringsdato:

02.06.2021

BI Oslo

«Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI Oslo. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet, eller de konklusjoner som er trukket»

Innholdsfortegnelse

Tabelloversikt.....	4
Figuroversikt	5
Forord.....	6
1. Innledning	8
1.1 Formål.....	8
1.2 Problemstilling	8
1.3 Avgrensinger og begrensinger	8
1.4 Oppgavens oppbygning	8
2. Om selskapet og bransjen	9
2.1 Historien og utviklingen til Europris ASA.....	9
2.2 Butikk-konsept og produktkategorier	10
2.3 Presentasjon av den norske bvu-bransjen.....	11
2.4 Strukturen i bvu-bransjen.....	12
3. Teoretisk forankring.....	12
3.1 Årsaker til konkurransekraft.....	12
3.1.1 Porters posisjoneringsskole	13
3.1.2 Det ressursbaserte systemet	14
3.2 Verdibegrepet.....	14
3.3 Kapitalverdimodellens begrensinger.....	16
3.4 Realopsjonsteori.....	17
4. Utredningsmetode.....	17
4.1 Forberedelser	18
4.1.1 Formål.....	18
4.1.2 Tilnærming	18
4.2 Datainnsamling	19
4.2.1 Forskningsstrategi.....	19
4.2.2 Datagrunnlaget.....	19
4.3 Dataanalyse.....	20
4.3.1 Analyseverktøy	20
4.3.2 Metodologiske kvaliteter og begrensninger	20
5. Finansiell metode	22
5.1 Verdssettelsesmetoder.....	22
5.1.1 Dividendemodellen.....	22
5.1.2 Kontantstrømsbaserte nåverdimetoder	23
5.1.3 Balanse- og resultatbaserte nåverdimetoder	25
5.1.4 Relativ verdsettelse.....	27
5.2 Totalkapitalens avkastningskrav	29
5.2.1 Egenkapitalens avkastningskrav	30
5.2.1.1 Estimering av risikofri rente	30
5.2.1.2 Markedets risikopremie	31

5.2.1.3 Estimering av egenkapitalbeta	32
5.2.1.4 Blumes justeringsmodell.....	34
5.2.1.5 Beregning av egenkapitalens avkastningskrav	35
5.2.2 Beregning av totalkapitalens avkastningskrav	35
5.3 Konsistensbetingelsen	36
6. Regnskapsanalyser	37
6.1 Vurdering av regnskapskvaliteten.....	38
6.2 Benchmark og konkurrentregnskap.....	39
6.3 Presentasjon av rapporterte regnskapstall	40
6.4 Reorganisering av regnskapet.....	41
6.5 Trendanalyser.....	45
6.5.1 Resultatregnskapet.....	45
6.5.2 Balansen.....	47
6.6 Lønnsomhets og vekstanalyser	48
6.7 Likviditets-, soliditets- og risikoanalyser	55
6.7.1 Kortsiktig likviditetsanalyse	55
6.6.2 Soliditetsanalyse	59
6.7.3 Konkursrisiko	61
7. Strategiske analyser	63
7.1 Intern analyse	63
7.1.1 Verdikjedeanalyse	63
7.1.2 VRIO-analyse	66
7.2 Ekstern analyse.....	69
7.2.1 PESTEL	69
7.2.2 Porters fem krefter	75
7.3 SWOT.....	80
8. Fremtidsprognoser	81
8.1 Fremtidsprognosens lengde	82
8.2 Inntekter.....	82
8.3 Kostnader	83
8.4 Eiendeler.....	84
8.5 Finansielle eiendeler	84
9. Verdivurdering	84
10. Usikkerhetsbetraktninger	89
10.1 Sensitivitetsanalyse.....	89
10.2 Monte Carlo	90
10.3 Scenario analyse.....	92
11. Drøfting av analyseresultatene	94
12. Kritikk av analysen	96
13. Konklusjon	99
14. Litteraturliste.....	100

Tabelloversikt

Tabell 5.1: Estimering av risikofri rente.....	31
Tabell 5.2: Årlig avkastning	32
Tabell 5.3: Estimert egenkapitalbeta Europris 2015-2020	34
Tabell 5.4: Rå og justert betaverdi.....	35
Tabell 5.5: WACC	36
Tabell 6.1: Oppsummering av viktige historiske tall.....	38
Tabell 6.2: Resultatregnskap, Europris ASA.....	40
Tabell 6.3: Balanse Europris ASA.....	41
Tabell 6.4: Endring i egenkapital, Europris ASA.....	41
Tabell 6.5: Reformulert regnskap, Europris ASA	43
Tabell 6.6: SGR for Europris, Clas Ohlson, Julia og Rusta.....	54
Tabell 6.7: EVA for Europris, Clas Ohlson, Julia og Rusta	54
Tabell 6.8: RI for Europris, Clas Ohlson, Julia og Rusta	54
Tabell 6.9: Altmans z-score for Europris og Clas Ohlson.....	62
Tabell 6.10: Kredittvurdering Europris	62
Tabell 6.11: Kredittvurdering Europris, Clas Ohlson, Julia og Rusta	63
Tabell 7.1: Oppsummering av VRIO-analysen	66
Tabell 7.2: Oppsummering av PESTEL-analyse.....	69
Tabell 7.3: Oppsummering Porters fem krefter	79
Tabell 7.4: Oppsummering SWOT-analyse	80
Tabell 8.1: Kontantstrøm estimering	81
Tabell 9.1: Dividende modellen	85
Tabell 9.2: Selskapsverdi modellen	85
Tabell 9.3: Egenkapital modellen	86
Tabell 9.4: EVA modell.....	86
Tabell 9.5: Residual inntekter.....	87
Tabell 9.6: Oppsummerings modell	87
Tabell 9.7: Multipler	88
Tabell 10.1: Sensitivitetsanalyse av estimert aksjekurs.....	89
Tabell 10.2: Sensitivitetsanalyse av egenkapitalens avkastningskrav	90
Tabell 10.3: Sensitivitetsanalyse av beta og markedsavkastning	90
Tabell 10.4: Dividend Modell 1.....	92
Tabell 10.5: Dividend Modell 2.....	93
Tabell 10.6: Dividende modell 3	93
Tabell 10.7: Bull, Base og Bear illustrasjon	94

Figuroversikt

Figur 2.1: Antall butikker utvikling.....	9
Figur 2.2: Historisk utvikling i aksjekurs, Europris ASA	10
Figur 2.3 Utvikling i omsetning og driftsmargin i bvu-bransjen.....	11
Figur 5.1: Verdipapirmarkedslinjen.....	30
Figur 5.2: Europris og markedets avkastning	33
Figur 6.1: Regruppert balanse 2.....	43
Figur 6.2: Regruppert balanse 2.....	44
Figur 6.3: Regruppert balanse 3.....	44
Figur 6.4: Trend resultatregnskap.....	46
Figur 6.5: Kostnadsfordeling	47
Figur 6.6: Trend balanse	47
Figur 6.7: Omsetningsvekst	48
Figur 6.8: ROIC før skatt.....	50
Figur 6.9: ROIC etter skatt	51
Figur 6.10: Avkastning på egenkapitalen (ROE)	52
Figur 6.11: Avkastning på eiendelene	53
Figur 6.12: Likviditetsgrad 1	56
Figur 6.13: Likviditetsgrad 2	57
Figur 6.14: Operasjonell kontantstrøm til langsiktig gjeld.....	58
Figur 6.15: Egenkapitalprosent.....	60
Figur 6.16: Operasjonell kontantstrøm til langsiktig gjeld.....	61
Figur 7.1: Europris verdikjede	64
Figur 7.2: Norske nettbutikkers utvikling.....	73
Figur 7.3: Porters fem krefter	75
Figur 10.1: Monte Carlo	91

Forord

Denne oppgaven er den avsluttende delen av bachelorstudiet i økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen BI, Oslo.

Oppgaven er på mange måter en oppsummering av våre tre år på BI, og vi ønsket derfor å foreta en verdsettelsesanalyse av et selskap for å kunne anvende sentral teori vi har tilegnet oss gjennom tre år på skolen. En slik praktisk tilnærming danner også et godt grunnlag for arbeidslivet og er svært relevant for videre karriere.

Vi vil gjerne rette en stor takk til vår veileder, Tor Tangenes, for gode råd, oppfølging og veiledning gjennom hele prosessen. I tillegg ønsker vi å takke alle som har bidratt med korrekturlesning og kommet med tilbakemeldinger på oppgavens form og innhold.

Sammendrag

31.12.2020

Nøkkelinformasjon

Bransje

Bredt vareutvalg

Ticker

EPR.OL

Veileder

Tor Tangenes

Analytikere

1023880

1016821

1017175

I denne oppgaven blir det gjennomført en verdivurdering av Europris ASA (heretter kalt Europris). Vår problemstilling har vært å beregne den fundamentale verdien til selskapet og videre gi en fiktiv investor en anbefaling om å kjøpe, selge eller holde aksjen.

Estimert aksjepris

64,4

Markedsverdi egenkapital

10 756 430

Utestående aksjer

166 969

Investert kapital

6 076 096

Netto rentebærende gjeld

3 378 662

Analysene våre er gjort på bakgrunn av selskapsdata og offentlig informasjon.

Kapitalkostnad

Dataen har blitt analysert i Excel. Videre

WACC

6,89%

Re

6,94%

har det blitt gjennomført verdikjedelanalyse, VRIO-analyse, PESTEL-analyse, Porters fem krefter og regnskapsanalyser for å vurdere Europris sin konkurransekraft.

Lønnsomhet

2020

2021E

ROIC etter skatt

17,3 %

15,0 %

ROE

38,7 %

32,3 %

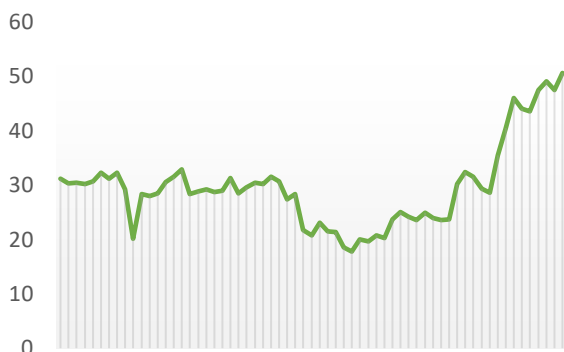
EBITDA-margin

21,3 %

16,5 %

Analysene viser en positiv utvikling for Europris og bredt vareutvalg bransjen.

Europris ASA 2015-2020



De diskonterte nåverdmodellene som er blitt benyttet i oppgaven resulterte i en aksjekurs på 64,4 NOK per 31.12.2020.

Basert på våre analyser har vi kommet frem til at den fundamentale verdien av egenkapitalen til Europris vurderes til 10,756 milliarder, og vi gir den fiktive investor en anbefaling om å kjøpe aksjen.

Nøkkeltall (MNOK)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Omsetning	8 012 629	8 797 867	9 061 803	9 243 039	9 612 760
EBITDA	1 705 508	1 453 824	1 518 175	1 666 415	1 744 533
NOPAT	910 190	833 292	816 110	862 753	928 396
Nøkkeltall (MNOK)	2025E	2026E	2027T		
Omsetning	9 997 271	10 397 161	10 605 105		
EBITDA	1 735 908	1 827 154	1 534 799		
NOPAT	934 471	967 930	726 723		

1. Innledning

1.1 Formål

Hensikten med denne oppgaven er å utføre en fundamental verdivurdering av Europris ASA, som er notert på Oslo Børs. Det endelige målet er å finne ut om selskapet er «korrekt priset» ved årsslutt 2020, sammenlignet med den estimerte prisen vi kommer frem til gjennom våre analyser. Videre vil vi også komme med en anbefaling til en fiktiv investor om å kjøpe, selge eller holde aksjen.

1.2 Problemstilling

Hovedproblemstillingen for oppgaven er:

«Hva er den fundamentale verdien av aksjene til Europris ASA handlet på Oslo Børs den 31.12.2020.»

Delproblemstillingene for vår oppgave er:

«Burde den fiktive investoren kjøpe, selge eller holde aksjene.»

1.3 Avgrensinger og begrensinger

Vi har valgt å hovedsakelig fokusere på «bredt vareutvalg» bransjen, ettersom vi fant denne mest nærliggende. En viktig avgrensing er at vi har satt verdsettelses tidspunktet til 31.12.2020. Den estimerte verdien gjengitt av verdsettelses metodene som er benyttet i denne oppgaven, tar utgangspunkt i historisk data fra perioden 2014 til 2020. Dette gjelder både Europris og øvrige selskaper som analyseres igjennom oppgaven. Oppgaven bygger kun på offentlig tilgjengelig informasjon, uten intern innsikt i konsernet.

1.4 Oppgavens oppbygning

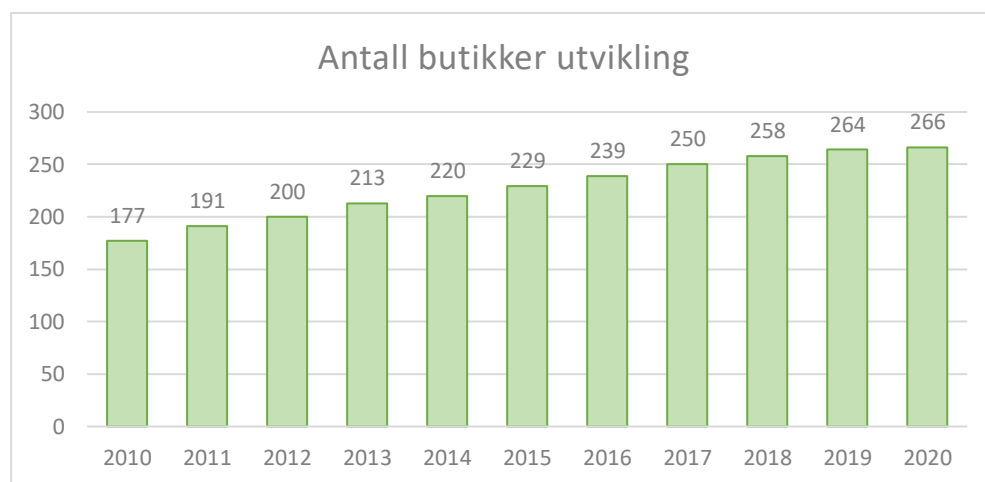
I kapitel 1 presenterer vi problemstillingen, avgrensninger og begrensinger i oppgaven. Kapittel 2 omhandler selskapet og bredt vareutvalg bransjen. Kapittel 3, 4 og 5 er teoretiske kapitler der økonomiske og strategiske teorier blir presentert, i tillegg til verdsettelses metoder, analyse verktøy og metodologier vi har benyttet oss av. I kapittel 6 og 7 blir det gjort en regnskapsanalyse og flere strategiske analyser. Regnskapsanalysen ser på den økonomiske historikken til Europris og

konkurrentene, mens de strategiske analysene ser på interne og eksterne faktorer som påvirker selskapet. Kapittel 8 går inn på fremtidsprognosene til Europris basert på analysene fra kapittel 6 og 7. I kapittel 9 fremkommer resultatene fra verdivurderingen. Kapittel 10 handler om usikkerhetsbetraktninger og ulike simuleringer som har blitt gjennomført. I kapittel 11, 12 og 13 drøftes analyse resultatene og det fremkommer en konklusjon.

2. Om selskapet og bransjen

2.1 Historien og utviklingen til Europris ASA

Europris ble startet opp i oljebyen Stavanger i 1992 av Wiggo Erichsen. Etter ett års drift gikk selskapet inn i en grossistavtale med «engros gründeren» Terje Høili (Europris, 2020). 8 år etter oppstarten i Stavanger hadde Europris nådd milepælen på 100 butikker spredt rundt i landet. Fra år 2000 til 2005 vokste kjeden gjennomsnittlig med 10 butikker i året og i løpet av 2005 hadde kjeden hele 150 butikker. For å effektivisere driften bygde Europris et sentralvarelager i Fredrikstad, som sto ferdigstilt i 2008. Den sterke veksten skapte stor interesse rundt selskapet og i 2012 ble Europris solgt til Nordic Capital samtidig som varehus nummer 200 ble åpnet. I dag består kjeden av 266 butikker hvorav 237 driftes direkte av selskapet og 29 driftes som franchise (Europris, 2020, s.12) Figur 2.1 viser utviklingen i butikker fra 2010 til 2020.



Figur 2.1: Antall butikker utvikling (Forfatterens egne beregninger med tall hentet fra årsrapportene til Europris)

Europris ble børsnotert på Oslo Børs juni 2015 og har vært gjennom noe som kan anses som en stabil børsoppgang. Den 22.12.2020 opplevde selskapet sin høyeste

aksjekurs noensinne på 52,00 NOK. Figur 2.2 Viser den historiske utviklingen av Europris sin aksje.



Figur 2.2: Historisk utvikling i aksjekurs, Europris ASA

Tallene er hentet fra Yahoo Finance. Den første aksjekursen som er blitt brukt i utregningen er hentet fra 19.06.2015, ettersom dette er datoen for børsnoteringen, som også er den første kjente aksjekursen. Den siste aksjekursen som er blitt brukt er fra 30.12.2020.

2.2 Butikk-konsept og produktkategorier

Europris er en norsk butikkjede innen kategorien *bredt vareutvalg* (heretter *bvubransjen*), hvorav de jobber etter sin visjon: «*være førstevalget til alle som ønsker å handle enkelt, smart, stort og billig*». Slogordet til Europris er «*mer til overs*» som vil si at kunden skal sitte igjen med mer til overs etter en handletur hos Europris.

Det fremkommer fra årsrapporten for 2020 at Europris opererer og deler opp butikkene sine i tolv produktkategorier. (1) Hjem og kjøkken, (2) Dagligvarer, (3) reiseartikler, (4) hus og hage, (5) Sport og fritid, (6) Elektronikk, (7) Personlig pleie, (8) Klær og sko, (9) fikse selv, (10) Godteri og snacks, (11) Vask og rengjøring og (12) dyr (Europris, 2020).

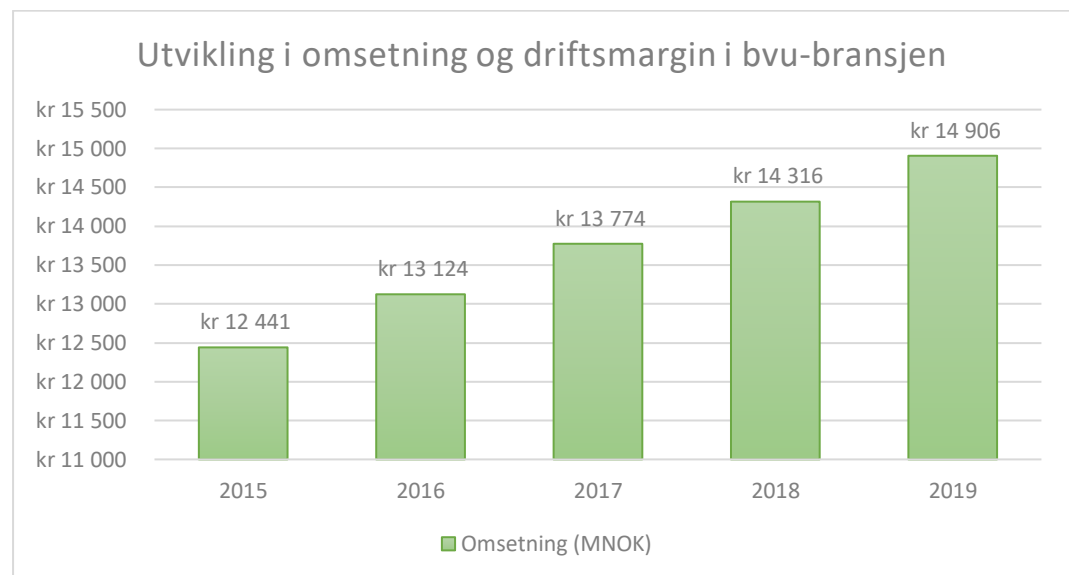
2.3 Presentasjon av den norske bvu-bransjen

I dette avsnittet gjennomføres en markedsavgrensning for å definere hva som menes med bvu-bransjen. Hensikten med markedsavgrensningen er å sørge for presise regnskapsmessige og strategiske analyser. For å presentere bvu-bransjen på en tydelig måte er det hensiktsmessig å benytte statistikk og tallstørrelser, i tillegg til forklarende tekst.

Butikkene i bvu-bransjen har mange kjennetegn, men de to mest sentrale er lave priser og stort produktsortiment. Aktørene henter sin omsetning fra salg innen mange varekategorier hvor de mest aktuelle er dagligvare, elektronikk, byggevarer, møbler og husholdnings utstyr.

I perioden 2015 til 2019 har bransjen hatt en gjennomsnittlig årlig vekst i omsetning på 6,6 %, og er med det en vinnerbransje innen norsk varehandel (Virke, 2020, s. 53). Den sterke veksten kan i stor grad knyttes tilbake til veksten i antall butikker, med en økning på 54,8 prosent fra 2008 til 2018 (Virke, 2020, s. 53).

Figur 2.3 viser utviklingen i omsetning i bvu-bransjen fra 2015 til 2019.



Figur 2.3 Utvikling i omsetning og driftsmargin i bvu-bransjen (Virke, 2019, s.15)

Som figuren viser har utviklingen i omsetning hatt en jevn økning de seneste årene.

2.4 Strukturen i bvu-bransjen

Forretningsstrukturen i bransjen kan deles inn i *verdikjedestyrte*, *franchisestruktur*, og *netthandel*.

En *verdikjedestyrte* forretningsmodell driftes slik at hver butikk har en butikksjef som er ansatt av konsernet, samtidig som konsernet eier alle butikkene. Europris benytter seg av denne modellen på 237 av deres 266 butikker (Europris 2020, s. 12). Europris hovedkonkurrenter Clas Ohlson, Rusta og Jula benytter seg også av denne strukturen.

I en *franchise* strukturert forretningsmodell er det kjøpmenn som både eier og drifter butikken, samtidig som de leier rettigheter til å bruke merkenavnet til konsernet (Detaljhandelsboken, 2018, s. 94). Europris benytter seg av denne typen struktur på 29 av deres butikker. Biltema og Nille er også selskap i bvu-bransjen som benytter seg av franchises strukturen.

Rene *netthandelsaktører* i bvu-bransjen har de siste årene hatt en kraftig vekst (Virke, 2020, s. 11). Selskaper som Cdon og Amazon operer i kategorien bredt-vareutvalg, og er gode eksempler at det kan være lønnsomt og drifte uten fysiske butikker.

3. Teoretisk forankring

3.1 Årsaker til konkurransekraft

For å kunne overleve i et konkurrerende marked, vil de strategiske valgene en bedrift tar være avgjørende for å oppnå en langvarig suksess.

Ved en verdsettelse er det viktig å vurdere om selskapet har konkurransefortrinn og hvor disse fortrinnene stammer fra, ettersom det har en innvirkning på selskapsverdien. Konkurransefortrinn kan komme i flere former og bygger i grunn på hvilke verdier et selskap klarer å skape ovenfor sine kunder (Porter, 1985, s. 16)

For å vurdere en bedrifts konkurransesituasjon, er det hensiktsmessig å sammenligne bedriften med konkurrentene. På den måten får man en bedre forståelse av hva som har gitt og hva som kan gi konkurransefortrinn. I denne oppgaven vil vi kartlegge Europris styrker, svakheter, muligheter og trusler på grunnlag av teorier som blir beskrevet i dette kapitlet.

3.1.1 Porters posisjoneringsskole

Michael E. Porter presenterte i sin tid tre generiske strategier som han mente selskap kunne operere med. Disse var *kostnadsledelse*, *fokusering* og *differensiering* (Porter, 1998, s. 50). I denne oppgaven vil det bli redegjort for differensiering og kostnadsledelse ettersom vi finner disse strategiene mest relevante for Europris.

Differensiering dreier seg om at et selskap skiller seg ut på en positiv måte, og kan derfor oppnå en høyere pris enn konkurrentene. Differensieringsstrategien kan gjennomføres på to ulike måter. Selskapet kan enten tilby produkter til en høyere pris enn konkurrentene og sikre seg større marginer, eller så kan de tilby produkter til samme pris som konkurrentene, men selge i et større kvantum enn konkurrentene (Porter, 1998, s. 52).

Kostnadsledelse går ut på at selskapets produkter kjøpes inn eller produseres til en lavere pris enn hva konkurrentene betaler. I likhet med differensiering kan kostnadsledelse deles inn i to ulike strategier. Selskapet kan enten selge produktet til en lavere pris og selge i et større kvantum, eller så kan de selge til samme pris som konkurrentene, men ha lavere innkjøps- og produksjonskostnader som gir større marginer. (Porter, 1998, s. 51).

Kostnadsledelse og *differensiering* er to forskjellige strategier og er derfor best egnet i forskjellige situasjoner. Kostnadsledelse vil ifølge Porter være en gunstig strategi hvis kundene oppleves som prissenestive og ikke legger for mye i kvaliteten på produktene. Differensiering er derimot en god strategi dersom kunden er villig til å betale mer for et produktattributt som øker verdien for kunden (Porter 1998, s.54). Dersom et selskap prøver å kombinere en differensierings- og kostnadslederstrategi vil de ifølge Michael Porten havne i noe som kalles «Stuck in the middle» (Porter, 1998, s. 55). Selskapet som forsøker å gjennomføre denne typen kombinasjon av strategier vil ofte være mindre lønnsomme, fordi de hverken får lave nok kostnader eller leverer fordeler til kundene.

3.1.2 Det ressursbaserte systemet

I 1991 ble «*Firm Resources and Sustained Competitive Advantages*» artikkelen utgitt av Jay Barney som et motargument mot Porters posisjonerings-skole. I motsetning til Porters fokus på omgivelsene, argumenterte Barney og Griffin for at bærekraftige konkurransefortrinn kommer fra å utvikle overlegne evner og ressurser (Barney & Griffin, 1991, s. 102). De presenterte det ressursbaserte synet, som hevder at det er fire sentrale egenskaper ved en ressurs som et selskap burde fokusere på for å skape verdi. Barney og Grinnfins VRIN rammevært hevdet at ressursene må være verdifulle, sjeldene, ikke-imiterbare, og ikke-substituerbare. Rammeverket fokuserer også på at ressursene må være heterogene, som vil si at de skal være bransjespesifikke, og at de må være immobile, som betyr at de er vanskelige å forflytte (Gjønnes & Tangenes, 2016, s. 310).

Det ressursbaserte synet har ikke bare blitt tatt godt imot. Synet har blitt kritisert for å være en statisk modell, som ikke tar nok hensyn til utviklingen av virksomhetens ressurser. Store virksomheter opererer ofte med komplekse systemer som gjør det vanskelig å angi hvilken ressurs som har hatt innvirkning på suksessen til virksomheten. Konsekvensen av kritikken til RBV-modellen er en videreutvikling, hvor dynamiske kapabiliteter er blitt introdusert. Dynamiske kapabiliteter er en egen ressursgruppe av endringsrutiner, som bidrar til å skape og modifisere virksomhetens øvrige ressurser når markedsmessige, teknologiske og lovmessige betingelser endrer seg over tid (Gjønnes & Tangenes, 2016, s. 312).

3.2 Verdibegrepet

For å forstå begrepet verdi er det viktig å skille mellom faktisk markedsverdi og den fundamentale verdien. Dette skillet omhandler derfor pris versus verdi. Pris er en observert størrelse som kan forekomme som et resultat av et fast prisforlangende eller faktisk betalt pris i en transaksjon, mens verdi er en subjektiv størrelse og avhenger av kjøperens egne preferanser (Dyrnes, 2011, s. 80). Dersom det oppstår forskjell mellom disse, kan det oppfattes som en misprising i markedet. Dette innebærer både priser over og under inntjeningsevnen til sektoren.

Observert markedspris av en aksje vil ofte være forskjellig fra den verdien som markedsaktørene tillegger samme formuesobjekt (Dyrnes, 2011, s. 81). I hovedsak handler en verdsettelse om å utarbeide et estimat på den sannsynlige prisen for et bestemt formuesobjekt i et bestemt marked, på et bestemt tidspunkt og under bestemte forhold (Dyrnes, 2011, s. 81). En verdsettelse tar for seg den underliggende verdien til et selskap, for å så sette den opp mot markedsprisen.

Før vi gjennomfører en verdivurdering av Europris sin aksje er det viktig å definere verdigrunnlaget. For å eksplisitt si hvilken verdi vi har presentert, og «hvem verdier er for» vil benytte oss av IVSCs tre verdigrunnlag (Dyrnes, 2011, s. 93-94).

1. *Åpen markedsverdi* er et estimat på den sannsynlige prisen som hadde blitt betalt i en hypotetisk transaksjon i et åpent og fritt marked. Selve begrepet «åpen markedsverdi» kan ikke tolkes som et entydig begrep, men som et utgangspunkt som må utfylles med ytterlige spesifikasjoner, som verdinivå og verdiprinsipper. Derfor er det viktig å beskrive markedet hvor verdsettelsesobjektet normalt blir omsatt, samtidig som man beskriver hvordan prisdannelser normalt skjer i markedet (Dyrnes, s.93).

2. *Lukket transaksjonsverdi* er et estimat på den prisen som antas å være rimelig i en transaksjon mellom to bestemte parter eller i en transaksjon hvor kun en begrenset gruppe aktører er involvert (Dyrnes, s. 93).

3. *Eierverdi* er et estimat på den verdien det har å inneha en eiendomsrett til et formuesobjekt for en bestemt aktør. Verdien kommer frem som et resultat av det å bruke og eie et verdsettelsesobjekt (Dyrnes, s. 94).

Videre er også «verdinivå» et viktig aspekt ved en verdsettelse. Dette handler om hvorvidt aksjer har ulik verdi avhengig av likviditeten i markedet hvor aksjenes omsettes, hvorvidt det er kontrollerende poster eller minoritetsposter som skal verdsettes og hvorvidt kjøper søker å oppnå synergier eller kun kontroll med det oppkjøpte selskapet (Dyrnes, 2011, s. 94). Dyrnes presenterer fem verdinivåer som han anser for å være hensiktsmessige å oppfatte som forskjellige markeder med ulike aktører, som har ulike verdioppfatninger. De fem nivåene er: *Marked for strategiske mål, likvid marked for finansiell kontroll, marked for likvide minoritetsposter, illikvide marked for finansiell kontroll og marked for illikvide minoritetsposter* (Dyrnes, 2011, s. 95)

3.3 Kapitalverdimodellens begrensinger

Kapitalverdimodellen ble utviklet av Treynor, Sharpe, Lintner og Mossin på tidlig 1960-tallet og anses for å være en konseptuell hjørnestein i moderne kapitalmarkedsteori (Shannon et al., 2014, s. 199). Modellen sier at forventet avkastning på et verdipapir er risikofri rente pluss et påslag som reflekterer den systematiske risikoen til selskapet, i tillegg til en markedsbasert premie for å påta seg risikoen. Videre bygger modellen på åtte underliggende antakelser (shannon et al, 2014, s.199). Disse er:

1. Investorens risikoaverse
2. Rasjonelle investorer søker effektive porteføljer
3. Alle investorer har identisk tidshorisont for investeringen
4. Alle investorer har identisk forventning til variabler, slik som avkastning og generering av diskonteringsrente
5. Investeringskostnader eksisterer ikke
6. Investeringsrelaterte skatter eksisterer ikke, men det kan være selskapskatt
7. Kostnaden ved å låne penger er den samme som satsen man mottar ved å låne ut penger
8. Markedet har perfekt likviditet og delbarhet

Kapitalmodellen har videre noen begrensinger som mange mener svekker modellens validitet. En fullstendig verdsettelse krever nediskontering av fremtidige kontantstrømmer representert i flere perioder. Kapitalverdimodellen blir betraktet som en «en periode» modell ved at likevekten er definert i form av konstant risikofri rente og markedsrisikopremier (Shannon et al, 2014., s. 191). En investor kan da vurdere om det er riktig og benytte seg av WACC som diskonteringsfaktor, som igjen er avledet fra kapitalverdimodellen for å neddiskontere flere perioder.

Modellen har videre blitt kritisert av finansprofessor Richard Roll. Bakgrunnen for Rolls kritikk var modellens tvetydig i alle empiriske tester av kapitalverdimodellen (Vollmer, 2015, s. 21). Roll sier at kapitalverdien ikke kan testes med mindre man vet den eksakte sammensetningen av den sanne markedsporteføljen. Videre sier han at beregningen ikke vil gjenspeile en riktig vektning av verdensbefolkningens investeringer selv om markedsporteføljen var

korrekt (Vollmer, 2015, s. 21). Avgjørende feil vil bli gjort hvis en falsk indeks bruker en «proxy» som villeder en validering av kapitalverdimodellen (Vollmer, 2015, s. 22).

3.4 Realopsjonsteori

Når en skal verdsette selskaper eller prosjekter, blir ofte nåverdimodeller benyttet. Hvis det er store usikkerhetsbetraktninger er det ikke alltid slik at nåverdimodellene er optimalt egnet. Hvis et selskap har stor grad av fleksibilitet og tilpasser seg godt skiftende omgivelser, vil ikke dette bli verdsatt på en tilfredsstillende måte ved bruk av nåverdimodellen (Tvedt, 2002). Da opererer man i utgangspunktet kun med en forventet pris, og ser bort i fra at selskapet kan både kan redusere og øke investeringsbeløp og produksjonsvolum. Realopsjonsteori anses for å være en løsning på dette problemet. Realopsjoner søker å verdsette ulike former for fleksibilitet utover de problemstillingene som blir dekket av de tradisjonelle teorier for verdsetting av finansielle opsjoner (Tvedt, 2002). Verdien av fleksibilitet kan ofte være høy, og det gir en stor grad av spillerom som er verdifullt. En av de klare fordelene ved realopsjonsteorien er at den gir analytikere mulighet til å kvantifisere verdien av strategiske beslutninger relatert til å øke fleksibiliteten til et selskap (Tvedt, 2002).

Verdsettelsesmodeller må i praksis bregnes med bakgrunn i historiske data for å muliggjøre en mening om fremtidige kontantstrømmer. Virksomheter som jobber med teknologiske utvinninger opplever ofte vanskeligheter med å akkumulere fremtidige kontantstrømmer og volatilitet når det ikke eksisterer noe form for historisk data tilgjengelig i markedet. Tilnærmingen for realopsjoner er likevel viktig i følge Børhen og Michalsen (2012), ettersom den gir et godt rammeverk for hva selskaper burde fokusere på og hvordan de burde tenke.

4. Utredningsmetode

I dette kapitlet vil det bli redegjort for den metodiske tilnærmingen vi har valgt for innhenting av informasjon og data som vil bidra til å besvare oppgavens problemstilling.

4.1 Forberedelser

Forberedelsesfasen handler i stor grad om å tilegne seg kunnskap innen temaet man studerer. Vi startet ved å utforske om det var nok offentlig informasjon om Europris tilgjengelig, slik at det ble mulig å gjennomføre en fullverdig verdsettelse og besvare problemstillingen på en god måte. Videre valgte vi å finne relevant forsknings- og pensumlitteratur ved bruk av søketjenestene Oria.no og Google Scholar. I tillegg hadde vi en god dialog med veileder som ga gode tips til relevant litteratur knyttet til verdsetting av selskaper. Avslutningsvis i forberedelsesfasen ble vi enig om fordeling av arbeidsoppgaver basert på innhentet informasjon om selskapet og analytikernes bakgrunnskunnskap.

4.1.1 Formål

I denne oppgaven foretas det en fundamental analyse av det børsnoterte selskapet Europris. Resultatet av analysen skal forme et beslutningsgrunnlag for en handelsanbefaling til en fiktiv investor. Handelsanbefalingen vil være om investoren skal kjøpe, holde eller selge aksjen. Vår estimerte aksjeverdi er en subjektiv verdivurdering i tråd med vurderinger, begrensinger og forutsetninger som inngår i utredningen. Formålet kan derfor betraktes for å være av undersøkende natur.

4.1.2 Tilnærming

Standard praksis når man studere virkeligheten er skille mellom to ulike tilnærminger: *induktiv* og *deduktiv* metode. Induktiv metode blir ofte omtalt som «oppdagelsens vei» og går fra data til teori, mens deduktiv metode omtales som «bevisførselens vei» og går fra teori til data (Johannesen et al., 2020, s. 30). Deduktiv forskningsdesign brukes som regel ikke til empirisk forskning fordi det er en «ovenfra og ned» tilnærming, som baserer seg på logiske prinsipper. Her forsøker man å videre utforske og teste fenomener, hvor det foreligger et solid forskningsgrunnlag. Et induktivt forskningsdesign benytter seg av en «nedenfra og opp» tilnærming. Her danner empirien grunnlag for ny teori ved å tilføre ny kunnskap på områder hvor det ikke allerede eksisterer. Induktivt design opptrer ofte i en kombinasjon med det deduktive og sjeldent helt alene. Denne typen tilnærming kalles abduksjon (Johannesen et al., 2020, s. 30). Denne oppgaven kan anses for å være av deduktiv karakter, fordi vi benyttet oss av forskjellige modeller og teorier i vår predikasjon av de ulike parameterne, som danner

grunnlaget for verdivurdering av Europris. Oppgaven gir ikke noe empiri som umiddelbart kan anvendes til ny forskning, noe som betyr at oppgaven beveger seg i et mønster fra teori til empiri.

4.2 Datainnsamling

4.2.1 Forskningsstrategi

Forskningsmetode omhandler hvordan kunnskapen fremskaffes i en empirisk forskning. Med andre ord, hva har blitt gjort, hvordan har det blitt gjort, og hvilke begrensinger ser man i valget som har blitt gjort (Johannesen., et al 2020. s. 21). Denne bachelorutredningen er en casestudie av Europris sin virksomhet og dens tilhørende aksjeverdi. Oppgaven burde betegnes som en enkelcasestudie med flere analyseenheter. Dette betyr at vi samler inn mye informasjon fra flere kilder i løpet av en bestemt periode, hvilket gir oss en god beskrivelse og forståelse av fenomenet (Johannesen et al., 2020, s. 213).

4.2.2 Datagrunnlaget

Dataene som er benyttet i dette casestudiet er av både kvantitativ og kvalitativ karakter. Kvantitative metoder benyttes dersom formålet med undersøkelsen er å identifisere en forklaring fordi metoden har sin styrke i innhenting av sammenlignbar data som kan sammenstilles (Johannesen et., al. 2020, s. 23). Kvalitativ metode er hensiktsmessig hvis man skal undersøke fenomener man ikke kjenner særlig godt, og som det er gjort lite forskning på (Johannesen et al., 2020, s. 23). Gjennom regnskapsinformasjon vil det bli innhentet mye informasjon av kvantitativ karakter. Kvalitativ data vil også bli innhentet gjennom relevante artikler og pensumlitteratur. Videre skiller vi også mellom primærdata og sekundærdata. Primærdata omfatter innhentet data fra egne undersøkelser, mens sekundærdata omfatter informasjon som ikke er hentet direkte selv, men gjennom lærebøker, forskingsartikler eller lignende (Sucarrat, 2019, s. 44). I denne oppgaven blir det i stor grad benyttet sekundærdata ettersom nødvendig informasjon allerede er publisert, for eksempel kvartals- og årsrapporter. Tallene som er i våre analyser er å betrakte som rådata.

4.3 Dataanalyse

4.3.1 Analyseverktøy

Oppgavens datagrunnlag består av numerisk- og ikke-numerisk informasjon, samtidig som oppgaven baserer seg på kvalitative vurderinger og kvantitative beregninger. Det har blitt benyttet ulike verktøy og modeller i forbindelsen med verdsettelsen, som alle vil bli presentert i dette kapitlet.

Excel

For å kunne gjennomføre en fundamental verdivurdering av Europris har Excel vært et viktig og mye benyttet verktøy. Excel har i hovedsak blitt benyttet til å lage oversiktlige og logiske modeller for nåverdimetoder, men vi har også benyttet oss av programmet for å skape visualiserende tabeller og figurer.

Excel har videre funksjoner som har muliggjort bruk av verdsettelsesmodeller. Verktøyet har også muliggjort neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer. Programvaren har også blitt benyttet for å gjennomføre analyser, som regresjonsanalyser av betaverdien, Monte Carlo simulering, scenario- og sensitivitetsanalyser.

Verktøy for strategiske analyser

Det er blitt benyttet interne og eksterne strategiske analyser i form av verdikjedeanalyse, VRIO, PESTEL og Porters fem krefter.

Verdikjedeanalysen tar for seg Europris sine aktiviteter, og det blir vurdert hvorvidt disse aktivitetene bidrar til selskapets verdiskapning. Videre blir det gjennomført en VRIO analyse, for å få et bedre innblikk og kartlegge Europris sine interne ressurser. PESTEL-analysen blir deretter gjennomført, hvor vi ser på eksterne forhold på et makronivå. Til slutt benyttes Porters fem krefter for å klarlegge Europris sin konkurransearena.

4.3.2 Metodologiske kvaliteter og begrensninger

Kvaliteten på en casestudie avhenger av undersøkelsens pålitelighet, troverdighet (reliabilitet), overførbarhet og bærekraft (validitet). I dette kapitlet vil det bli sett nærmere på kvaliteter og begrensninger i metodevalg, samtidig som vi ser nærmere på hvor reliable og valide undersøkelsene våre er.

Reliabilitet omhandler i hvor stor grad resultatene i den gjennomførte undersøkelsen er til å stole på (Johannesen et al., 2020, s. 27). For å oppnå størst mulig grad av reliabilitet har vi brukt data, teorier og informasjon som generelt er akseptert av akademikere. Vi har også sammenlignet innhentet informasjon fra flere kilder, som kan bidra positivt til oppgavens reliabilitet. Hvis det er konsensus rundt resultatene, tyder det på høy grad av reliabilitet. Samtidig er det viktig å vurdere om utgiveren av innhentet data av ulike grunner kan ha motiv for å påvirke tolkningen av dataen. Årsrapporten til Europris vil ofte sette søkelys på aktiviteter som har vært vellykket, men regnskapstallene skal ha høy reliabilitet. Funnene i oppgaven baserer seg ikke på subjektive holdninger og vi har prøvd å begrense personlige forutsetninger der det er nødvendig.

Validitet tar for seg om vi har målt det som var hensikten å måle og hvor godt dataen representerer fenomenet (Johannesen et al., 2020, s. 43). For å styrke validiteten til oppgaven har vi forsøkt å bruke informasjon som måler det vi hadde som hensikt å måle. Vi har også valgt å benytte forskjellige strategiske modeller og verdsettelsesmodeller, for å øke den metodologiske kvaliteten til oppgaven.

Stort sett alle undersøkelser og analyser har begrensinger som kan svekke kvaliteten på resultatene. I en verdsettelse vil det noen ganger være usikkerhet rundt benyttede tall, spesielt ved estimering av fremtidsverdier. Denne formen for usikkerhet har lett for å bli påvirket av våre egne meninger og tanker. Vi har derfor forsøkt å begrense vår mulighet til påvirkning gjennom solide analyser.

Videre begrensinger i oppgaven er at Europris største konkurrenter er svenske selskaper. Dette har gjort det vanskelig å skaffe gode regnskapstall da selskapene avslutter regnskapsåret i april året etter. Det foreligger begrensinger tilknyttet årsrapportene til noen av konkurrentene, da disse ligger bak betalingsmurer hos Bolagsverket. Samtidig er kun en av Europris konkurrenter på børs, hvilket har gjort det vanskelig å finne markedsverdier. Samtidig medfører det også at de aktuelle selskapene har noe mindre rapporteringsplikt i årsregnskapene. Innhentet data fra alle selskapene, samt bransjen forøvrig vil allikevel gi oss en god indikator på konkurransesituasjonen i bransjen, og bidrar som et grunnlag i analyser og videre diskusjoner i oppgaven.

5. Finansiell metode

5.1 Verdsettelsesmetoder

Det finnes en rekke ulike verdsettelsesmetoder. Denne besvarelsen har tatt utgangspunkt i forskjellige nåverdimetoder, samt en relativ verdsettelse ved bruk av multipler. Vi har valgt å benytte oss av nåverdimetoden; dividendemodellen. Vi har også valgt å benytte oss av to kontantstrømsbaserte nåverdimetoder; fri kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF) og fri kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE). Videre har vi benyttet oss av to nåverdimetoder som bygges på resultat- og balansestørrelser (RIV-B); RI- og EVA-modellen. For å styrke vårt endelige verdiestimat har det også blitt foretatt en multipl-basert verdsettelse. Uavhengig av brukte metoder skal verdiestimatet i teorien gi samme verdi. I praksis vil det midlertidig oppstå verdiforskjeller, da det er vanskelig å oppnå konsistens i beregningene (Dyrnes, 2011). Av den grunn vil verdiestimatene i kapittel 9 oppsummeres i sin helhet, hvor det her gjennomgås en innføring i brukte modeller. Det samme gjelder avkastningskravene, hvor verdiene og utregningene blir presentert i kapittel 5,2.

5.1.1 Dividendemodellen

Dividendemodellen er den første nåverdimetoden vi har benyttet oss av for å verdsette Europris. Nåverdi-metodene benyttes for å verdsette selskapet basert på å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer gjennom tilhørende diskonteringsfaktor, til dagens verdi. (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017, s. 300). Dividendemodellen er den eldste nåverdimetoden for verdsettelse. Dette er en modell som passer best for «tunge» selskap. Dette vil si godt etablerte selskap, med forutsigbarhet i utbyttepolitikken og stabil inntjening, en kategori Europris faller inn under (Kinserdal, 2017). Det skal likevel nevnes at Europris ikke har vært på børs mer enn fem regnskapsår, men til tross for dette hatt en stabil vekst, med god utbyttepolitikk. Dividendemodellen bygges videre på at verdien av en aksje gjenspeiles i nåverdien av alle fremtidige forventede utbytter (Dyrnes, 2011). Et godt eksempel som forklarer dette utsagnet er dersom man eier en aksje for alltid. Kursoppgang vil ses på som urealisert gevinst, med en forutsetning av at den økte inntjeningen skal generere høyere utbytte i fremtiden. Dette indikerer at utbytte derfor blir den eneste og faktiske kontantstrømmen for en investor

(Kinserdal, s. 54-66). Formelen blir presentert av Petersen et al. (2017, s. 302) slik:

$$MVE_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Dividende_t}{(1+r_e)^t} + \frac{Dividende_{n+1}}{(r_e - g)} \times \frac{1}{(1+r_e)^n}$$

Hvor,

MVE_0 = Markedsverdien til egenkapitalen

$Dividende_{n+1}$ = Dividende i prognoseperioden

r_e = Egenkapitalens avkastningskrav

g = Evigvarende vekst (terminalperioden)

Hensikten med to-trinns utbyttmodell er at veksten etter hvert vil nærme seg den langsiktige vekstraten til økonomien selskap operer i (Kinserdal, s. 54-66). R-g omtales som Gordons vekstformel, og kan forklares som avkastningskravet minus den evigvarende veksten (Petersen et al., 2017, s. 302). Dette målet kan ses i sammenheng med konsumprisindeksen, og videre inflasjonen. Pengepolitikken har derfor som mål å stabilisere konsumprisene nær 2% over tid, og derav tilsvarende for inflasjonen (Norges Bank, 2020). Besvarelsen vil også videre benytte Gordons vekstformel i beregningene av terminalperioden for hver modell.

5.1.2 Kontantstrømsbaserte nåverdimetoder

Etter å ha tatt for seg dividendemodellen, har vi videre benyttet oss av to kontantstrømsbaserte nåverdimetoder. Disse metodene omtales ofte som DCF-modellen (discounted cash flow), og bygger på en teoretisk forankring i dividendemodellen (Dyrnes, 2011). Som navnet indikerer, så baserer DCF seg på kontantstrømsestimater. Vi har benyttet oss av to slike metoder; FCFF og FCFE, hvor førstnevnte blir presentert av Petersen et al (2017, s. 305) som:

$$EV_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC-g)^t} \times \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Hvor,

EV_0 = Selskapsverdien (Enterprise Value)

$FCFF$ = Fri kontantstrøm til totalkapitalen (Free cash flow to the firm)

$WACC$ = Totalkapitalens avkastningskrav (Weighted average cost of capital)

g = Evigvarende vekst (terminalperioden)

FCFF-modellen blir som oftest referert til som selskapsverdi-modellen, ettersom den beregner nåverdien av kontantstrømmen til totalkapitalen til selskapet (Kinserdal, 2017). Modellen tar for seg den operasjonelle inntekten og deretter trekker fra den finansielle gjelden. FCFF ble identifisert i omgrupperingen av kontantstrømmen slik: NOPAT + avskrivninger +/- endring i driftsrelatert arbeidskapital +/- endring i driftsrelaterte anleggsmidler. Leser burde bemerke seg at modellen forutsetter en forholdsvis konstant gjeldsgrad. Det skal midlertidig nevnes at det er tatt en forutsetning for innfrielse av opsjonene på Runsvengruppen i 2021, noe som medfører en noe lavere FCFF i 2021 (Europris, 2020). Dette vil senere bli presentert. Siden totalkapitalen også inkluderer kontantstrømmen til kreditorene, vil det ble essensielt å trekke fra selskapets gjeldsposter for å finne markedsverdien av egenkapitalen. Dette har blitt gjort gjennom følgende formel:

$$MVE = EV - NIBD$$

Hvor,

MVE = Markedsverdien av egenkapitalen

$NIBD$ = Netto finansiell gjeld (Net interest-bearing debt)

Gjennom selskapsverdimetoden, som tar utgangspunkt i totalkapitalen til selskapet, sitter man nå kun igjen med markedsverdien av selskapets egenkapital ved å benytte formelen ovenfor.

Ettersom de aller fleste selskap opplever endring i kapitalstrukturen, og derved ikke har en konstant gjeldsandel i prognoseårene, vil det være mer naturlig å benytte seg av egenkapitalmetoden (Petersen et al., 2017, s. 306). Her benytter man seg av den frie kontantstrømmen til egenkapitalen med tilhørende avkastningskrav til egenkapitalen. I likhet med selskapsverdimodellen finner man også FCFE i omgrupperingen av kontantstrømmen. Her legger man til endringen i finansiell gjeld, finansresultatet og skatteskjolds-beregningene på den frie kontantstrømmen til totalkapitalen. FCFE-modellen som har blitt brukt i denne besvarelsen er presentert av Petersen et al (2017, s. 307) slik:

$$MVE_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{(r_e-g)^t} \times \frac{1}{(1+r_e)^n}$$

Hvor,

$FCFE_t$ = Fri kontantstrøm til egenkapitalen (free cash flow to the equity)

r_e = egenkapitalens avkastningskrav

Det skal likevel nevnes at estimatene i modellen omhandler noe fler antakelser, og derved blir vanskeligere å prognostisere. Dette innebærer faktorer som selskapsverdimodellen ikke tar høyde for, nemlig endring i kapitalstrukturen. Faktorer som høyere kontantstrømmer og lavere avkastningskrav har av den grunn stort utfall på markedsverdien (Koller et al., 2015, s. 159). Det har blitt foretatt en sensitivitetsanalyse for å illustrere hvordan variasjon i nevnte faktorer påvirker verdien i kapittel 10. Til tross for dette, bør leser likevel være bevisst på at det ikke har blitt foretatt noe ekstra nedbetaling av gjeld i prognoseperioden, og at all meravkastning enten blir reinvestert eller betalt i utbytte til en avkastning lik avkastningskravet (Petersen et al., 2017, s. 307).

5.1.3 Balanse- og resultatbaserte nåverdimetoder

Frem til nå har vi fokusert på kontantstrømsbaserte verdsettelsesmodeller. Nå rettes blikket over til balanse- og resultatførte verdsettelsesmetoder. I denne besvarelsen har vi også benyttet oss av RIV-modellene for å verdsette Europris. RIV er en forkortelse på residualinntektsbasert verdsettelsesmodell. Begrepet stammer fra Alfred Marshall helt tilbake til 1800-tallet, men har særlig det siste ti-året blitt hyppigere tatt i bruk (Dyrnes, 2011). Residualinntekt, også kalt

superprofitt kan forklares som meravkastningen på bokførte verdier. Dette vil med andre ord si inntjeningen på bokførte verdier som overstiger avkastningskravet. Dersom selskapets økonomiske verdi passerer de underliggende/bokførte verdiene oppnår man derved en verdipremie, som er den prosentmessige endringen som danner grunnlaget for superprofitt (Dyrnes, 2011). Vi har valgt å benytte oss av RIV-B (EVA-modellen) og RIV-B (RI-modellen). Begge disse metodene har forankring i nevnte dividendemodellen og DCF-modellen, og er derfor konsistente med eldre og mer brukte modeller (Dyrnes, 2011). Førstnevnte blir presentert av Petersen et al (2017, s. 310) som:

$$EV_0 = NOA_0 + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{EVA_{n+1}}{(WACC - g)} \times \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

Hvor,

NOA_0 = Investert kapital

EVA_t = Economic value added

EVA-modellen (Economic value added) faller inn under kategorien RIV og videre til RIV-B. Bokstaven B indikerer at det er balanseførte verdier som danner grunnlaget for verdierestimatet (Dyrnes, 2011). Dette betyr som vist i formelen ovenfor at investert kapital (funnet ved å omformulere balansen) er første leddet i beregningen. EVA blir presentert av Petersen et al (2017, s. 309) og har i denne besvarelsen blitt funnet ved: $NOPAT - (WACC \times \text{Gj.snitt NOA})$. Hensikten med denne metoden er å identifisere profitten over avkastningskravet på kapitalen som er bundet opp i selskapet. Med andre ord beskriver dette meravkastningen av å investere i Europris, kontra en annen plassering med samme risiko. Dette forklares ved at det foreligger forskjell mellom internrenten og rentabiliteten, og derav en forskjell mellom den realiserede avkastningen og den regnskapsmessige avkastningen (Dyrnes, 2011). Som det fremkommer av modellen er det selskapsverdien som blir beregnet, derfor må man også her trekke fra den finansielle gjelden for å finne markedsverdien til egenkapitalen.

I likhet med EVA-modellen (RIV-B) som har en forankring i balanseførte verdier, rettes nå blikket over til en annen modell som også har balanseførte verdier som konstantledd, nemlig RI-modellen. Modellen er lik som EVA-modellen, sett bort i

fra at man ikke trenger å trekke fra gjelden, da men regner markedsverdien av egenkapitalen direkte. Formelen benyttet blir presentert av Petersen et al (2017, s. 311) som:

$$MVE_0 = BVE_0 + \sum_{t=1}^n \frac{RI_t}{(1+r_e)^t} + \frac{RI_{n+1}}{(r_e - g)} \times \frac{1}{(1+r_e)^n}$$

Hvor

BVE_0 = Bokført verdi av egenkapitalen

RI_t = Residualinntekt

Residualinntekten har blitt funnet ved å ta differansen mellom det regnskapsmessige resultatet (netto resultat) og den bokførte verdien av egenkapitalen fra inngående år ganget med egenkapitalens avkastningskrav. Dette vil med andre ord si differansen mellom rentabiliteten og kapitalkostnaden av de bokførte verdiene (Dyrnes, 2011). Tilsvarende med EVA-modellen beregner man om selskapet klarer å skape høyere verdier enn investorenes forventninger. Dersom inntjeningen på de bokførte verdiene overstiger avkastningskravet finner man en prosentmessig verdipremie, som danner grunnlaget for residualinntekten (Dyrnes, 2011). Det skal midlertidig nevnes at denne modellen også kan gjøres om til RIV-E med nettoresultat som konstantledd. Siden netto resultat allerede er med på å beregne residualinntekten, har vi valgt å benytte RIV-B modellen, da den i større grad henger sammen med EVA-modellen. I likhet med alle nåverdimetodene er det også her valgt å benytte et konstant avkastningskrav.

5.1.4 Relativ verdsettelse

Den relative verdsettelsen omtales som en rask og enkel metode for å estimere selskapsverdien, gjennom sentrale multipler (Petersen et al., 2017, s. 317).

Metoden tar for seg hvordan Europris ligger an i forhold til sine konkurrenter. Av den grunn kategoriseres metoden som mindre reliabel, da det er vanskelig å identifisere identiske konkurrenter. Denne besvarelsen har tatt for seg en omfattende konkurrentanalyse, som har dannet et godt bilde på Europris sin bransjeposisjon. Koller et al (2020, s. 404) presenterer viktigheten med riktig konkurrenter ved utarbeidelse av en relativ verdsettelse. Her identifiseres særlig 3 faktorer som svært sentrale;

1. Konkurrentene må operere i samme bransje (samme produkter/service).
2. Konkurrentene skal ha tilnærmet like finansielle prestasjoner (størrelse, vekstpotensialet, risiko og avkastningskrav).
3. Det må foreligge muligheten for utarbeidelse av like multipler.

Basert på de tre overnevnte faktorene foreligger det midlertidig utfordringer ved gjennomføringen av en multiplbasert verdsettelse. De to første faktorene er oppfylt, hvor den siste midlertidig ikke er til stede. Dette skyldes at en av de mest essensielle faktorene i en slik analyse er at man kjenner til markedsverdien til de sammenlignbare selskapene. Ettersom hverken Jula eller Rusta er på børs, foreligger det heller ingen markedsverdier.

Det skal likevel være mulig å gjennomføre en relativ verdsettelse basert på bokførte multipler. Dette forutsetter midlertidig at man har likt tall-grunnlag, noe som ikke foreligger her. Dette skyldes mangler på årsregnskap for 2020 hos samtlige konkurrenter, da regnskapsåret i Sverige ikke avsluttes før i april året etter. Samtidig er det viktig å påpeke at unoterte selskap som regel handles på en rabatt, sammenlignet med de børsnoterte selskapene (Boye, 2007). Slike faktorer kan likevel justeres for. Flere velger også å benytte seg av utenforstående selskap som sammenligningsgrunnlag, selv om dette ifølge Koller et al (2020, s. 405) strider imot den teoretiske forankringen i en relativ verdsettelse. Det vil likevel bli lagt ved to sentrale multipler som ofte brukes i en slik metode. Den første anvendte multiplere blir presenter av Bøhren et al (2017, s. 403) som:

$$MVE = \frac{P}{E}$$

Hvor,

P= Børsverdi

E= Årsresultat

For å estimere verdien til selskapets egenkapital ved multiplere ovenfor, deler man markedsverdien/børsverdien av de sammenlignbare selskapene på de respektive årsresultatene. Da finner man forholdet mellom prisen og fortjenesten. Ved å beregne gjennomsnittet av disse verdiene, har man muligheten til å gange inn selskapets årsresultat, for å estimere markedsverdien.

Den neste multiplipelen som er benyttet er Price/book, som er beregnet som børsverdien delt på den bokførte verdien av egenkapitalen. Formelen som bli benyttet er utformet av Petersen et al (2017, s. 583) som:

$$MVE = \frac{P}{B}$$

Hvor,

B= bokført verdi av egenkapitalen

Samsvarende med den forrige multiplipelen gjør man dette for alle de sammenlignbare selskapene, for å videre gange inn gjennomsnittsverdien med den bokførte verdien av selskapets egenkapital. Da sitter man igjen med den estimerte markedsverdien av selskapets egenkapital.

5.2 Totalkapitalens avkastningskrav

Totalkapitalens avkastningskrav, som også definert som «Weighted Average Cost of Capital» (WACC) er et viktig avkastningskrav når man skal utarbeide en verdsettelse av et selskap. I oppgaven har vi regnet på ulike nåverdimodeller, hvor avkastningskravet blir brukt som diskonteringsrente i flere av de ulike modellene (Petersen et al., 2017, s. 340). Avkastningskravet viser en sammenligning av investert kapital og avkastningen til långivere og aksjonærer, hvor det skilles mellom kostnadene for egenkapital og netto rentebærende gjeld (Petersen et al., 2017, s. 143). Videre blir disse kostnadene anvendt, som gir oss en totalkapitalkostnad som veier kostnadene mot hverandre, hvor også selskapets skattefradrag blir tatt hensyn til. Følgelig vil vi gjøre rede for de ulike parameterne som er blitt benyttet i beregningen etter følgende formel presisert av Petersen et al (2017, s. 341):

$$WACC = \frac{NIBD}{EV} * rd * (1 - s) + \frac{MVE}{EV} * re$$

Hvor,

NIBD = netto rentebærende gjeld

EV = selskapsverdi

MVE = markedsverdien av egenkapital

r_d = selskapets gjeldskostnad

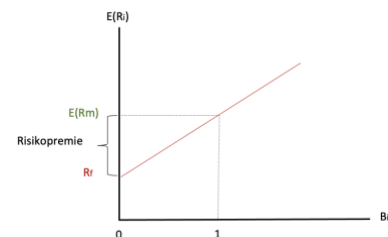
r_e = selskapets egenkapitalkostnad

s = selskapets skattesats

5.2.1 Egenkapitalens avkastningskrav

I utarbeidelsen av total kapitalens avkastningskrav, fremkommer det at egenkapitalens avkastningskrav er en viktig del av beregningen. I likhet med total kapitalens avkastningskrav, blir også avkastningskravet til egenkapitalen brukt som diskonteringsrente ved bruk av DDM, FCFE og RI modellen (Petersen et al., 2017, s. 340). I estimeringen av avkastningskravet har vi brukt kapitalverdimodellen (Capital Asset Pricing Model, CAPM) som prisingsmodell. I beregningen har vi behov for estimeringer av risikofri rente, egenkapitalbeta og risikopremie, hvor alle parameterne påvirker egenkapitalens avkastningskrav (Bøhren et al., s. 110).

Figur 5.1 viser verdipapirmarkedslinjen, som er en grafisk fremstilling av kapitalverdimodellen. Konstantleddet viser risikofri rente, mens vinkelkoeffisienten viser markedets risikopremie. Modellen viser et lineært, positivt forhold mellom forventet avkastning (r_e), risiko og egenkapitalbeta (β_e) (Bøhren et al., 2017, s.110).



Figur 5.1: Verdipapirmarkedslinjen (Bøhren et al., 2017, s.111).

Videre vil det forekomme en gjennomgang av alle parameterne som er blitt brukt i beregningen av kapitalverdimodellen, gitt følgende formelen presentere av Bøhren et al (2017, s.110):

$$r_e = r_f + \beta_e * (r_m - r_f)$$

5.2.1.1 Estimering av risikofri rente

Den risikofrie renten viser hvor mye en investor kan tjene i avkastning, uten noe form for risiko. Med andre ord måler den hva investorer kan forvente i garantert avkastning på en investering (Petersen et al., 2017, s. 346). Vanligvis brukes

statsobligasjoner som et estimat på den risikofrie renten, hvor statsobligasjoner anses som risikofritt uten noe form for misligholdrisiko (Damodaran, 2010, s. 6). Videre er det vanlig i en verdsettelsesoppgave å neddiskontere kontantstrømmer med statsobligasjoner som har samme varighet som prognosens lengde. Dette krever derimot mye arbeid, hvor hver av kapitalkostnadene må estimeres for hvert fremtidige år (Petersen et al., 2017, s. 346). Av den grunn har vi valgt å estimere en risikofri rente vi mener samsvarer best med fremtidsprognosens lengde. Ved bruk av statsobligasjoner er det også viktig å ta høyde for eventuelle inflasjonsendringer (Petersen et al., 2017, s. 346). Dette er gjort ved å bruke statsobligasjoner som er i samme valuta som kontantstrømmene som er utarbeidet. I estimeringen av risikofri rente har vi valgt å bruke et gjennomsnitt av seks tiårige norske statsobligasjoner i tidsperioden 2015 til 2020. Grunnlaget er basert på det lave rentenivået vi har i dag, noe vi mener vil øke i løpet av prognoseperioden. Vi mener at et gjennomsnitt av de siste seks årene, reflekterer et mer reelt bilde på hvordan den risikofrie renten vil utvikle seg.

Europris ble børsnotert i 2015, noe som hadde utslag på valgt metode og tidshorisont. Tabell 5.1 viser estimeringen av den risikofrie renten,

Estimering av risikofri rente	rf
2020	0,82
2019	1,49
2018	1,88
2017	1,64
Estimert rf	1,4575

Tabell 5.1: Estimering av risikofri rente

hvor tallmaterialet er hentet fra Norges Bank (Norges Bank, 2020). Som tabell 5.1 viser, har vi estimert den risikofrie renten til 1,45%.

5.2.1.2 Markedets risikopremie

Det er komplisert å beregne markedets risikopremie, da det ikke er gode nok modeller for estimering. Hadde det vært mulig, ville vi brukt en risikopremie som gjenspeiler den fremtidige risikopremien (Bøhren et al., 2017, s. 370).

Markedets risikopremie er definert som differansen mellom markedsporteføljens avkastning og den risikofrie renten. Videre er det et mål på hva investorer krever i ekstra avkastning for en ekstra enhet med samme systematisk risiko (Bøhren, 2017, s. 110). Markedets risikopremie blir definert av Bøhren et al. (2017, s.110) som:

$$\text{Markedets risikopremie} = E(rm) - rf$$

Hvor,

$E(r_m)$ = avkastningen på markedsporteføljen

Tidligere ble den risikofrie renten estimert til 1,45%, hvor det nå gjenstår å estimere den forventede avkastningen i markedet. I utregningen av markedets risikopremie har vi benyttet et gjennomsnitt av markedets avkastning. Ettersom Europris er børsnotert på OSEBX (hovedindeksen på Oslo børs), er dette indeksen vi har forholdt oss til gjennom hele oppgaven. Tallmaterialet er hentet fra Yahoo Finance, hvor vi har regnet ut ukentlige avkastninger fra tidspunktet Europris ble børsnotert og frem 31.12.2020. I perioden har markedet hatt en ukentlig avkastning på 0,1663% som vist i tabell 5.2. Den årlige avkastningen er beregnet etter følgende formel:

INDEKS	OSEBX
Kurs 21.06.2015	642,6
Kurs 30.12.2020	973,97
Ukentlig avkastning	0,1663 %
Årlig avkastning	9,0272 %

Tabell 5.2: Årlig avkastning

$$\text{Årlig avkastning} = (1 + 0,1663\%)^{52} - 1 = 9,02\%$$

Videre danner dette grunnlaget for beregningen av markedets risikopremie. Ettersom den risikofrie renten og avkastningen i markedsporteføljen er beregnet til henholdsvis 1,45% og 9,02%, har vi regnet ut markedet risikopremie til å være 7,57%.

5.2.1.3 Estimering av egenkapitalbeta

Beta er et mål på aksjenes volatilitet i forhold til det samlede markedet (Bøhren et al., 2017, s. 73). Europris er børsnotert på hovedindeksen til Oslo børs, og vi har derfor sammenlignet avkastningen i aksjeprisen i Europris og avkastningen til OSEBX indeksen. Markedet har normalt en beta lik 1, og vanligvis blir aksjer sammenlignet etter hvor mye de avviker fra dette. En beta på 1 viser at aksjen er like volatil som markedet (Petersen et al., 2017, s. 347). Øker for eksempel markedets avkastning med 3 prosent, vil tilsvarende aksje også øke med 3 prosent. Beta verdier som er større enn 1, vil utgjøre en større risiko, hvor aksjen er mer volatil (Petersen et al., 2017, s. 347).

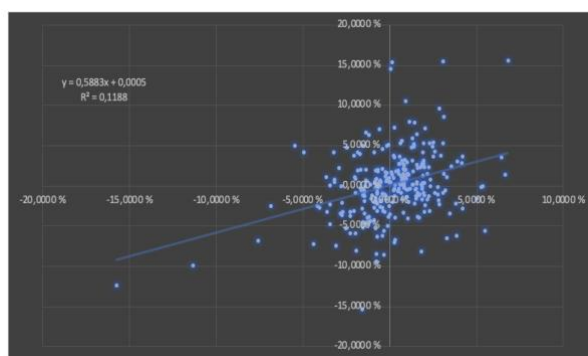
På bakgrunn av dette brukes betaverdier som et mål og en statistisk vurdering for å bedømme risikonivået i en aksje sammenlignet med markedet (Petersen et al., 2017, s. 347-349). Vi vet også fra kapitalverdimodellen, at egenkapitalbetaen er en viktig komponent i utregningen av avkastningskravet til egenkapitalen.

Ettersom vi har beregnet den risikofrie renten og risikopremien, har vi muligheten til å kalkulere målet på risikoinvesteringen i Europris. Videre er spørsmålet om en investering i Europris er risikofritt eller ikke. Hadde det så vært risikofri, ville Europris hatt en egenkapitalbeta lik 1.

Følgelig vil vi gjennomgå beregningen av egenkapitalbetaen, og redegjøre for hva vi mener er den systematiske risikoen i selskapet.

Det finnes flere modeller for å estimere egenkapitalbeta, men i denne oppgaven har vi brukt «aksjekursens tilnærming» hvor standardavviket til aksjen tolkes i forhold til de gjennomsnittlige markedsprisene (Kollet et al., 2020, s. 322).

I figur 5.2 fremkommer en enkel regresjon som viser avkastningen til Europris og markedet.



Figur 5.2: Europris og markedets avkastning

$$\text{Egenkapitalbeta} = \frac{\text{Kov}(r_{EP}, r_m)}{\text{Var}(r_m)}$$

hvor,

$\text{Kov}(r_{EP}, r_m)$ = Kovariansen til aksjene og markedet

$\text{Var}(r_m)$ = Variansen i markedet

Som formelen for egenkapitalbeta indikerer, finner vi kovariansen for Europris sine aksjer og markedet. Videre deler vi det på kovariansen for markedet, hvor vi beregner den systematiske risikoen i selskapet.

Videre har vi foretatt flere regresjonsanalyser hvor vi har estimert egenkapitalbetaen for Europris fra 2015 til 2020. Som vi ser i tabell 5.3, varierer betaverdier fra 0,185 til 1,167.

	Cov(re,rm)	Var(rm)	Beta	E(rm) weekly	E(rm) yearly	E(re) weekly	E(re) yearly	Rf	Re
2015	0,00036379	0,00053754	0,677	-0,17 %	-4,53 %	0,22 %	6,45 %	1,57 %	-0,432 %
2016	0,00011299	0,000612285	0,185	0,25 %	13,85 %	-0,2389 %	-11,69 %	1,33 %	3,640 %
2017	0,00007316	0,000145001	0,505	0,38 %	21,75 %	-0,1691 %	-8,42 %	1,64 %	11,79 %
2018	0,00042999	0,000404528	1,063	0,01 %	0,68 %	-0,6108 %	-27,28 %	1,88 %	0,60 %
2019	0,00026235	0,000224737	1,167	0,26 %	14,27 %	0,9202 %	61,0 %	1,49 %	16,41 %
2020	0,00078857	0,001482622	0,532	0,14 %	7,48 %	0,8485 %	55,17 %	0,82 %	4,364 %

Tabell 5.3: Estimert egenkapitalbeta Europris 2015-2020

Det er også ønskelig å sammenligne egenkapitalbetaen til Europris med sammenlignbare selskaper. Ettersom få av konkurrentene er børsnotert, er dette tilnærmet umulig

Som regresjonsanalysen i figur 5.2 viser, er egenkapitalbetaen estimert til 0,5883 i perioden fra 2015 til 2020. Denne verdien mener vi er et godt estimat som gjenspeiler variasjonen fra år til år, og vi har derfor brukt denne videre i analysen.

5.2.1.4 Blumes justeringsmodell

I tidligere studier av Marshall Blume, gjennomførte han en analyse med flere ulike selskaper. Analysen baserte seg på betaverdier, hvor verdiene har en tendens til å være nokså konstante (Blume, 1975, s. 785). Videre belyste analysen at betaverdier som hadde ekstreme svingninger vil jevnes ut med mindre ekstreme svingninger i neste periode. Blume belyste at betaverdier har en tendens til å trekke seg tilbake mot markedets gjennomsnittlige beta på 1 (Blume, 1975, s. 785). Som tidligere nevnt vil en betaverdi lik 1, variere tilsvarende med markedsporteføljen. På bakgrunn av dette ble det utarbeidet en justeringsmodell for betaverdier, gitt følgende formel:

$$\text{Justert beta} = P + (1 - P) * B_e$$

Hvor,

P = justeringsfaktoren

1 = markedsporteføljens betaverdi

B_e = rå egenkapitalbeta

Følgelig har vi regnet ut betaverdier og justert de i perioden fra 2015 til 2020. Tabell 5.4 viser rå og justert beta for alle periodene.

	Beta	Justert beta
2015	0,68	0,78
2016	0,18	0,45
2017	0,50	0,67
2018	1,06	1,04
2019	1,17	1,11
2020	0,53	0,69

Tabell 5.4: Rå og justert betaverdi

Videre estimerte vi egenkapitalbetaen til å være 0,5883. Ved å sette 1/3 som justeringsfaktor vil vi få en egenkapitalbeta på 0,72, som videre er brukt i analysen.

5.2.1.5 Beregning av egenkapitalens avkastningskrav

Ettersom vi nå har beregnet alle parameterne som vi trenger for utregningen av egenkapitalens avkastningskrav, kan vi estimere avkastningskravet for aksjonærene i Europris:

$$r_e = 1,45\% + 0,72 * (9,02\% - 1,45\%) = 6,9\%$$

5.2.2 Beregning av total kapitalens avkastningskrav

Når en skal regne på total kapitalens avkastningskrav, kreves det mange estimeringer av parametere som vi til nå har belyst.

Ved en vektet gjennomsnittlig kapital kostnad er det viktig å skille hvor finansieringen kommer fra, ettersom selskapet er finansiert med både egenkapital og gjeld (Koller et al., 2020, s. 192). Dette betyr i praksis at finansieringen av Europris består både av lån og innskutt/opptjent egenkapital. Det første leddet som beregnes er selskapets egenkapital delt på summen av gjeld og egenkapital. Videre må andelen av egenkapital multiplisert med kostnaden for firmaets egenkapital (r_e). På den andre siden har vi gjeld. I utregningen ser vi på selskapets netto rentebærende gjeld, og hvor stor andel gjelden utgjør av total kapitalen. Her skal også andelen multipliseres med gjeldskostnaden i selskapet (r_d). Videre må det multipliseres med 1 minus skattesatsen, for å avdekke skattesjoldet forbundet med renter (Koller et al., 2020, s. 57). Som vist i delkapittel 5.2, regnes total kapitalens avkastningskrav ut etter følgende formel presentert av Petersen et al. (2017, s. 341):

$$WACC = \frac{NIBD}{EV} * rd * (1 - s) + \frac{MVE}{EV} * re$$

Ved estimeringen av WACC, har vi gjennomført utregninger for historiske avkastningskrav. I samtlige år har vi justert egenkapitalbetaen, regnet ut markedsavkastningen og kalkulert sentrale nøkkeltall. En grundig estimering av WACC mener vi er essensielt, hvor WACC i veldig stor grad påvirker selskapsverdien. Eksempelvis vil en høyere WACC gi lavere markedsverdi, og en lavere WACC vil gi høyere markedsverdi. Ved å regne ut historiske avkastningskrav hvor vi har justert for betaverdier, risikofri rente og markedets risikopremie, mener vi at vi har kommet frem til en fornuftig estimering av WACC. Dette belyses i tabell 5.5.

Beregning av totalkapitals avkastningskrav	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminal	
MVE	NA	7 179 662	6 161 152	5 576 761	3 865 330	5 710 336	8 456 974	WACC	
NIBD	NA	1 205 163	1 071 018	1 070 661	1 221 850	3 518 762	2 808 686		
MVE + NIBD	NA	8 384 825	7 232 170	6 647 422	5 087 180	9 229 098	11 265 660		
rd	NA	2,12 %	2,20 %	2,09 %	2,02 %	2,61 %	2,20 %		
re	NA	8,56 %	5,38 %	7,60 %	11,18 %	11,41 %	6,94 %		
Kalkulert skatt	NA	24,5 %	24,6 %	23,6 %	22,3 %	21,9 %	21,9 %		
Estimert risikofri rente	NA	1,57 %	1,33 %	1,64 %	1,88 %	1,49 %	0,82 %		
Justert beta	NA	0,78	0,45	0,67	1,04	1,11	0,69		
WACC	NA	7,56 %	4,83 %	6,63 %	8,87 %	7,84 %	5,64 %		6,89 %

Tabell 5.5: WACC

I fremtidsprognosen har vi brukt et gjennomsnitt av de historiske utregningene. Som tabell 5.5 viser, er WACC estimert til 6,89%.

5.3 Konsistensbetingelsen

I en verdsettelse vil det oppstå flere antagelser, hvor frihet kan bidra at man mister det å være konsistens gjennom hele oppgaven. En slik frihet må derfor ikke misbrukes, og det er viktig å være konsistent gjennom hele oppgaven. Dette betyr i praksis at man benytter like forholdstall og like utregninger. Følgelig vil vi gjøre rede for noen konsistensbetingelser vi har hatt et ekstra fokus på gjennom oppgaven.

Som tidligere nevnt har vi brukt statsobligasjoner som et mål på den risikofrie renten, hvor statsobligasjonene er i samme valuta som resten av de nominelle størrelsene. Dette skaper derav et reelt bilde av tallstørrelsen.

Videre er det brukt ulike nettsider som Yahoo Finance og Nordnet for innhenting av viktige og relevante markedsdata. Markedsdataene blir benyttet i utregninger av blant annet egenkapitalbeta, markedets risikopremie og derav avkastningskravet, til egenkapitalen. Videre er det også viktig å være konsistent når man bruker totalkapitalen og egenkapitalens avkastningskrav som diskonteringsfaktor. Ettersom totalkapitalens avkastningskrav er blitt brukt som diskonteringsfaktor ved verdsettelse av selskapsverdien, og egenkapitalens avkastningskrav er brukt som diskonteringsfaktor i verdsettelsen av egenkapitalen, ville det hatt store utslag ved en forveksling av disse. Videre er det blitt brukt bokførte verdier i utarbeidelsen av fremtidsprognosen.

6. Regnskapsanalyser

I dette kapitlet vil de historiske regnskapstallene til Europris belyses. Nøkkeltallsberegningene er i all hovedsak hentet fra årsrapportene fra 2014 til 2020. Samtlige nøkkeltall vil bli sammenlignet med deres hovedkonkurrenter Clas Ohlson, Jula, Rusta, samt bransjen som helhet. Nøkkeltall fra konkurrentene er hentet fra de respektive årsrapportene, hvor bransjetallene er hentet fra Statistisk Sentralbyrå, samt Handelsrapporten til Virke. Det vil først bli foretatt en analyse av regnskapskvaliteten til Europris. Videre skal det gjennomføres rentabilitets-, likviditets-, soliditets- og konkurrisiko-analyser. Nedenfor vises en oppsummering av viktige nøkkeltall beregnet i dette kapitlet.

Salgsvekst	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Europris	8,70 %	9,80 %	6,60 %	7,30 %	7,20 %	28,50 %
Snitt konkurrenter	N/A	N/A	7,71 %	16,61 %	7,84 %	N/A
Snitt bransje	2,79 %	1,34 %	1,02 %	3,29 %	N/A	N/A
Resultatgrad	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Europris	11,80 %	11,70 %	10,30 %	10,20 %	9,30 %	14,70 %
Snitt konkurrenter	N/A	7,3 %	7,9 %	5,4 %	6,2 %	N/A
Snitt bransje	3,80 %	2,80 %	3,30 %	3,50 %	N/A	N/A
Driftsmargin	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Europris	11,50 %	11,60 %	10,20 %	10,10 %	9,30 %	14,50 %
Snitt konkurrenter	N/A	6,90 %	5,80 %	4,10 %	5,90 %	N/A
Snitt bransje	1,40 %	1,90 %	2,10 %	1,90 %	N/A	N/A
Total-rentabilitet	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Europris	26,70 %	23,10 %	21,30 %	21,70 %	15,90 %	25 %
Snitt konkurrenter	N/A	24,3 %	20,4 %	13,8 %	12,2 %	N/A
Snitt bransje	7,40 %	5,50 %	5,90 %	6,40 %	N/A	N/A
EK-rentabilitet	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Europris	18,20 %	24,20 %	22,10 %	24 %	19 %	36,30 %
Snitt konkurrenter	N/A	29,1 %	32,5 %	29,6 %	16,9 %	N/A
Snitt bransje	10,70 %	6,80 %	8,30 %	11,20 %	N/A	N/A
EK-andel	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Europris	46,50 %	55,90 %	61,50 %	62,20 %	59,90 %	36 %
Snitt konkurrenter	N/A	69 %	61,80 %	52,80 %	36,70 %	N/A
Snitt bransje	46,70 %	50,60 %	50,90 %	50,10 %	N/A	N/A

Tabell 6.1: Oppsummering av viktige historiske tall

6.1 Vurdering av regnskapskvaliteten

Regnskapskvalitet er et sentralt begrep innen regnskapsanalyse, og en gjennomgang av Europris regnskap vil være hensiktsmessig for å vurdere kvaliteten på regnskapet. Videre vil en gjennomgang synliggjøre «røde flagg» som en fiktiv investor burde ha kjennskap til.

Europris er et allmennaksjeselskap notert på Oslo Børs, som betyr at de er pålagt å følge internasjonale regnskapsregler i henhold til IFRS. Tidligere benyttet Europris seg av PWC som uavhengige revisor, men i 2016 endret selskapet til BDO. De har da et ansvar for å etterse at Europris overholder IFRS reglene. Endring av ekstern revisor kan anses for å være hensiktsmessig, da man ikke ønsker å knytte for sterke relasjoner til den uavhengige parten.

Europris sitt regnskap er preget av ledernes egne vurderinger. For en investor vil det være hensiktsmessig å gjøre en vurdering på hvorvidt ledelsen har intensjoner om å skape et feilaktig regnskapsbilde. I følge Giroux burde en investor være spesielt observant på om ledelsen har motiver for å maksimere resultatet for egne verdier eller vinning (Petersen et al., 2017, s. 559). I årsrapporten til Europris fremkommer det at ledelsen kan motta en bonus på inntil 100 prosent av lønnen hvis selskapet oppnår gode resultater. Dette er en bemerkning som kan være fornuftig å ta stilling til, ettersom bonusen kan gi motiver for regnskapsmanipulasjon.

6.2 Benchmark og konkurrentregnskap

Denne besvarelsen har tatt for seg en grundig konkurrentanalyse, til tross for begrensningene som beskrevet i kapittel 4.3.2. Benchmarking er en produktivitets- og effektivitetsfremmende teknikk brukt til å måle sine egne resultater, for å videre sette de opp mot andre (Gjønnes et al., 2020, s. 497). I denne besvarelsen er det benyttet konkurrentorientert benchmarking og bransjeorientert benchmarking. Videre har vi tatt for oss konkurrentene sine regnskap, beskrevet av begrepet konkurrentregnskap. Viktigheten av å analysere egen bedrift og konkurrentene er for å identifisere virksomhetens konkurranseposisjon (Gjønnes et al., 2020, s. 501). Her kartlegges eventuelle konkurransefortrinn, ved å se om Europris presterer bedre enn sine hovedkonkurrenter, og bransjen for øvrig. En annen sentral faktor for hvorfor dette er viktig, er å identifisere om de estimerte verdien kan støttes opp. Det vil naturligvis være enklere å støtte opp estimerte verdier ved å se på utviklingen i de sammenlignbare selskapene. Her vil trender i markedet legge indikasjoner på hvilke drivere som er sentrale i utarbeidelsen av fremtidsprognosene, som senere vil bli presentert. Denne delen av analysen legger derfor føringer for identifiseringen av områder som burde forbedres og eventuelt hvilke effektiviseringstiltak Europris burde fatte (Gjønnes et al., 2020, s. 501).

Besvarelsen vil løpende sette Europris opp mot Clas Ohlson, Jula, Rusta og bvu-bransjen som helhet. Det vil midlertidig være noe mangel på tallmaterialet hos konkurrentene. Likevel vil dette gi en god indikasjon på bransjeposisjonen til selskapet. Videre er det viktig å sammenligne estimer, da det er vanskelig å si om noe er bra eller dårlig, dersom man ikke har noe å sammenligne med.

Essensen med sammenligningene vil også løpende bli beskrevet, dersom det er hensiktsmessig. Dette gjelder også ulike forutsetningene som er lagt til grunn. Dette skyldes i all hovedsak at selv om selskapene er nære konkurrenter, er de ikke nødvendigvis helt sammenlignbare (Petersen et al., 2017, s. 404). Faktorer som at to av konkurrentene ikke er børsnoterte, anvendte regnskapsprinsipper og ulike strategiske valg, vil derfor kunne spille en rolle. Dersom leser bør gjøres oppmerksom på noe, vil dette bli belyst i hvert emne.

6.3 Presentasjon av rapporterte regnskapstall

I dette delkapittelet vil vi presentere resultatregnskapet, balansen og egenkapitalen til Europris. Videre vil vi omgruppere både resultatregnskapet og balansen, som gjør det lettere å analysere regnskapstall. Det vil også beregninger av viktige verdidrivere og nøkkeltall. Tallene er hentet fra Europris sine årsrapporter fra 2014 til 2020.

Rapportert resultatregnskap (Tall i NOK 1000)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Salgsinntekter	4 152 951	4 525 748	4 980 625	5 329 467	5 738 144	6 156 037	7 928 658
Andre driftsinntekter	105 886	103 483	104 580	93 063	78 840	78 352	83 971
Sum driftsinntekter	4 258 837	4 629 231	5 085 205	5 422 530	5 816 984	6 234 389	8 012 629
Varekostnad	2 423 728	2 569 337	2 903 030	3 118 345	3 298 296	3 543 730	4 534 134
Personalkostnader	616 314	702 336	752 498	826 847	898 504	985 347	1 138 193
Avskrivninger	126 207	71 061	75 089	82 690	90 743	515 673	539 927
Nedskrivninger	78 344	-	-	-	-	-	-
Andre driftskostnader	678 372	753 932	764 590	842 641	942 369	611 057	634 794
Sum driftskostnad	3 922 965	4 096 666	4 495 207	4 870 523	5 229 912	5 655 807	6 847 048
Driftsresultat	335 872	532 565	589 998	552 007	587 072	578 582	1 165 581
Renteinntekter	7 744	5 740	4 679	4 080	2 643	810	181
Andre finansinntekter	36 361	7 269	284	53	3 485	775	11 227
Sum finansinntekter	44 105	13 009	4 963	4 133	6 128	1 585	11 408
Rentekostnader	142 332	123 206	39 085	37 880	38 755	88 344	131 583
Andre finanskostnader	31 154	54 759	6 930	7 935	8 316	11 413	18 893
Sum finanskostnader	173 486	177 965	46 015	45 815	47 071	99 757	150 476
Netto finansinntekter/(kostnader)	- 129 381	- 164 956	- 41 052	- 41 682	- 40 943	- 98 172	- 139 068
Profitt/ (tap) fra tilknyttede selskap	-	-	-	-	6 400	-	2 600
Resultat før skatt	206 491	367 609	548 946	510 325	552 529	480 410	1 029 113
Skattekostnad	57 200	90 029	135 285	120 526	123 400	104 974	225 489
Årsresultat	149 291	277 580	413 661	389 799	429 129	375 436	803 624

Tabell 6.2: Resultatregnskap, Europris ASA

Rapportert balanse (Tall i NOK 1000)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Programvare	32 393	40 744	39 929	42 617	47 167	45 699	58 030
Varemerker	387 573	387 573	387 573	387 573	387 573	387 573	387 573
Goodwill	1 579 928	1 582 487	1 589 402	1 599 106	1 605 947	1 611 397	1 617 731
Sum immatrielle eiendeler	1 999 894	2 010 804	2 016 904	2 029 296	2 040 687	2 044 669	2 063 334
Land	-	-	-	20 481	23 739	24 966	24 966
Inventar	185 784	225 178	246 377	252 059	238 324	313 396	301 400
Bruksmidler	-	-	-	-	-	2 404 873	2 262 555
Sum varige driftsmidler	185 784	225 178	246 377	272 540	262 063	2 743 235	2 588 921
Investering i tilknyttede selskap	-	-	-	-	142 268	125 887	128 487
Andre investeringer	370	372	374	374	374	374	424
Andre fordringer	16 263	4 839	1 808	24 008	24 073	24 400	28 179
Derivater	-	-	51	794	237	605	11 796
Sum finansielle eiendeler	16 633	5 211	2 233	25 176	166 952	151 266	168 886
Sum anleggsmidler	2 202 311	2 241 193	2 265 514	2 327 012	2 469 702	4 939 170	4 821 141
Omløpsmidler							
Varelager	984 336	1 109 189	1 324 103	1 368 361	1 573 233	1 550 331	1 633 927
Kundefordringer	229 550	239 627	203 346	207 755	185 712	181 774	195 287
Andre fordringer	106 682	56 877	59 089	61 343	87 893	76 417	87 816
Derivater	-	-	7 450	2 243	13 829	-	-
Sum fordringer	336 232	296 504	269 885	271 341	287 434	258 191	283 103
Kontanter og kontantekvivalenter	245 016	447 116	576 964	581 663	426 967	568 036	540 056
Sum omløpsmidler	1 565 584	1 852 809	2 170 952	2 221 365	2 287 634	2 376 558	2 457 086
Sum eiendeler	3 767 895	4 094 002	4 436 466	4 548 377	4 757 336	7 315 728	7 278 227
Egenkapital							
Aksjekapital	9 255	166 969	166 969	166 969	166 969	166 969	212 471
Egne aksjer	-	-	-	-	5 370	1 150	-
Overkurs	916 245	903 193	669 437	335 499	51 652	51 652	-
Annen innskutt egenkapital	-	-	-	-	-	17 475	17 475
Sum innskutt egenkapital	925 500	1 070 162	836 406	502 468	213 251	234 946	229 946
Annen egenkapital	279 102	458 305	871 966	1 261 765	1 575 677	1 742 923	1 983 662
Sum opptjent egenkapital	279 102	458 305	871 966	1 261 765	1 575 677	1 742 923	1 983 662
Sum egenkapital	1 204 602	1 528 467	1 708 372	1 764 233	1 788 928	1 977 869	2 213 608
Pensjonsforpliktelser	55	-	-	-	-	-	-
Utsatt skattegjeld	72 762	57 920	45 575	48 250	45 146	31 763	4 726
Sum avsetninger	72 817	57 920	45 575	48 250	45 146	31 763	4 726
Langsiktige lån	1 481 445	1 648 385	1 646 874	1 648 567	1 649 428	14 280	995 082
Annen langsiktig gjeld	-	-	-	-	-	2 003 993	1 850 561
Derivater	41 873	4 266	1 272	2 213	-	-	-
Sum annen langsiktig gjeld	1 523 318	1 652 651	1 648 146	1 650 780	1 649 428	2 018 273	2 845 643
Sum langsiktig gjeld	1 596 135	1 710 571	1 693 721	1 699 030	1 694 574	2 050 036	2 850 369
Kortsiktige lån	110 500	-	-	-	-	1 642 007	-
Kortsiktige låneavtaler	-	-	-	-	-	414 088	473 739
Leverandørgjeld	481 507	444 888	555 651	580 795	553 643	616 769	742 753
Betalbar skatt	99 525	107 985	145 446	116 767	124 140	116 380	251 879
Skyldige offentlige avgifter	112 670	127 154	149 167	205 279	251 540	243 072	323 511
Kortsiktig gjeld til morselskap	100	-	-	-	-	-	-
Annen kortsiktig gjeld	162 857	174 935	183 849	179 563	344 512	242 096	380 788
Derivater	-	-	261	2 712	-	13 409	41 580
Sum kortsiktig gjeld	967 159	854 962	1 034 374	1 085 116	1 273 835	3 287 821	2 214 250
Sum gjeld	2 563 294	2 565 533	2 728 095	2 784 146	2 968 409	5 337 857	5 064 619
Sum egenkapital og gjeld	3 767 896	4 094 000	4 436 467	4 548 379	4 757 337	7 315 726	7 278 227

Tabell 6.3: Balanse Europris ASA

Endring i egenkapital (Tall i NOK 1000)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapital 01.01	971 090	1 204 602	1 528 467	1 708 372	1 764 233	1 788 928	1 977 869
Kapital reduksjon	-	803 527	-	-	-	-	-
Inntekter fra utstedte aksjer (børsnotering)	-	849 811	-	-	-	-	-
Reversering av betalbart utbytte	84 221	-	-	-	-	-	-
Årets resultat	149 291	277 581	413 661	389 799	429 132	375 436	803 624
Utbytte	-	-	233 756	333 938	283 847	298 717	323 346
Netto kjøp av egne aksjer	-	-	-	-	120 590	112 222	244 539
Annen fullstendig resultat	-	-	-	-	-	-	-
Egenkapital 31.12	1 204 602	1 528 467	1 708 372	1 764 233	1 788 928	1 977 869	2 213 608

Tabell 6.4: Endring i egenkapital, Europris ASA

6.4 Reorganisering av regnskapet

Ved omgrupperingen av resultatregnskapet og balansen, har vi definert poster i henhold til om de er operasjonelle eller finansielle. Dette vil gjøre det lettere å beregne de økonomiske driverne til Europris (Petersen et., 2017, s. 107). Her er formålet å avdekke hva som gjør selskapet unikt og deres evne til å drive

virksomhet. Dette faktorer som gjenspeiler verdiskapningen i virksomheten. Når vi reformulerer, skiller vi derfor mellom drifts-, investerings- og finansieringsaktiviteter (Petersen et al., 2017, s. 107). I antagelsene om klassifisering har vi brukt notene i årsregnskapet for å bearbeide et bedre bilde om hva de ulike postene klassifiseres som. Det er derav ikke alltid like lett å skille de operasjonelle, fra de finansielle postene. Faktorer som gjør det vanskelig, er poster hvor det ikke tydelig kommer frem hva som er operativt og finansielt. Andre faktorer som gjør det vanskelig er noter som ikke er informative eller hvor IFRS ikke stiller noe krav til klassifisering (Petersen et al., 2017, s. 108). Videre vil vi presentere utarbeidelsen av omgrupperingen av resultatregnskapet og balansen.

Resultatregnskapet

Som tidligere nevnt, er det sentralt å skille mellom operasjonelle og finansielle aktiviteter. Når vi utarbeider reformuleringen av resultatregnskapet, danner det grunnlag for beregningen av NOPAT, som senere er et sentralt nøkkeltall i verdivurderingen (Koller et al., 2020, s. 186).

Driftsresultatet, også kjent som (EBITDA) blir sett på som et viktig nøkkeltall fra långivers ståsted. I utregningen blir de operasjonelle kostnadene trukket fra omsetningen, og viser Europris sin evne til å betjene selskapets gjeld (Petersen et al., 2017, s. 111-112).

Resultat før renter og skatt (EBIT) blir sett på som det viktigste nøkkeltallet for investorer (Petersen et al., 2017, s. 2017). EBIT skiller seg fra EBITDA hvor avskrivninger og nedskrivninger samt de operasjonelle kostnadene er trukket fra omsetningen. Videre er resultat før renter og skatt et mål på verdiskapningen i virksomheten (Petersen et al., 2017, s. 111-112).

Beregningen av EBITDA og EBIT gir grunnlaget for beregningen av NOPAT (Net operating profit after tax), eller driftsresultatet etter skatt. NOPAT viser driftsresultatet etter skatt generert av selskapets investerte kapital (Koller et al., 2020, s. 186). I beregningen av NOPAT trekkes selskapets operasjonelle kostnader og avskrivninger fra omsetningen i selskapet. Her vil renteinntekter og rentekostnader være utelatt, da de ikke er en del av de operative eiendelene eller gjelden til Europris (Koller et al., 2020, s. 187).

I resultatregnskapet fremkommer det spesielt et uromoment i beregningen av NOPAT. I 2018 kjøpte Europris 20% av Runsvengruppen AB, som drives av det svenske forhandleren ÔoB (Europris, 2018). Dette har gjort at Europris har fått «Profit fra tilknyttede selskaper» i 2018 og 2020. Inntekt fra tilknyttede selskap skal også beskattes hvor vi anser dette som er operasjonell post. Videre vil dette ha en positiv innvirkning på NOPAT, hvor nøkkeltallet øker i 2018 og 2020. Likevel utgjør dette en marginal forskjell og har derav lite utslag på fluktueringen av NOPAT.

Tabell 6.5 viser et sammendrag av det reformulerte regnskapet til Europris.

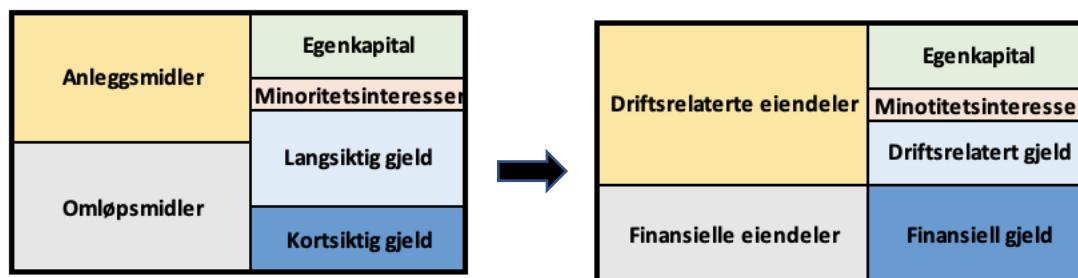
Nøkkeltall	HISTORISKE TALL						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Sum salgsinntekter	4 258 837	4 629 231	5 085 205	5 422 530	5 816 984	6 234 389	8 012 629
Bruttoinntekt	1 835 109	2 059 894	2 182 175	2 304 185	2 518 688	2 690 659	3 478 495
EBITDA	540 423	603 626	665 087	634 697	677 815	1 094 255	1 705 508
EBIT	335 872	532 565	589 998	552 007	587 072	578 582	1 165 581
NOPAT	242 832	402 138	444 596	421 637	455 957	452 157	910 190
Årsresultat	149 291	277 580	413 661	389 799	429 129	375 436	803 624
Effektiv skattesats	27,7 %	24,5 %	24,6 %	23,6 %	22,3 %	21,9 %	21,9 %

Tabell 6.5: Reformulert regnskap, Europris ASA

Balanseregnskapet

Ved reorganiseringen av balansen, er det viktig at det samkjøres med reorganiseringen av resultatregnskapet (Petersen et al., 2017, s. 114). Eksempelvis har vi klassifisert «Profit fra tilknyttede selskap» som operasjonell i resultatregnskapet, og «investeringen i tilknyttede selskap» som operasjonell i balansen.

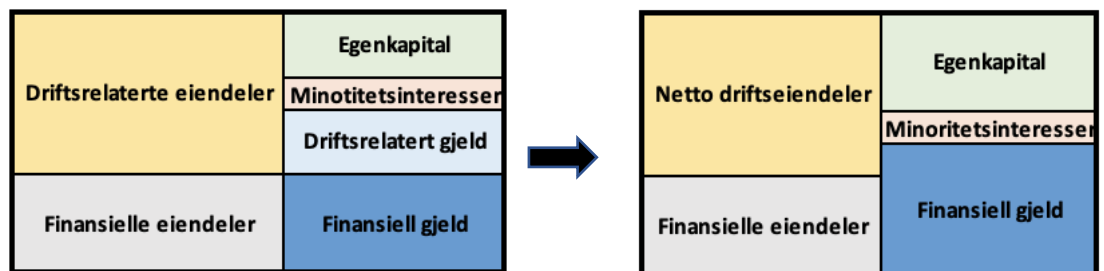
På eiendelssiden skiller vi mellom driftsrelaterte og finansielle eiendeler. Motsatt skiller vi mellom egenkapital, driftsrelatert gjeld og finansiell gjeld på kapitalsiden. En slik reformulering omtales som CE format, hvilket fremkommer i figur 6.1



Figur 6.1: Regruppert balanse 2

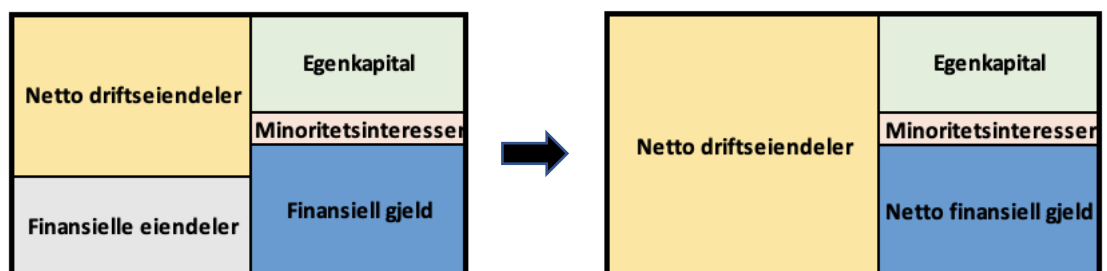
Formålet med reformulering av CE er å lokalisere driftsrelaterte anleggsmidler, driftsrelaterte omløpsmidler og finansielle eiendeler. På kapitalsiden finner vi egenkapital, driftsrelatert langsiktig gjeld og driftsrelatert kortsiktig gjeld.

Videre har vi reformulert balansen ytterligere ved å finne netto driftsrelaterte anleggsmidler og netto driftsrelaterte omløpsmidler. Ved netto driftsrelaterte anleggsmidler summerer vi driftsrelaterte anleggsmidler minus den langsiktige driftsrelaterte gjelden. Følgelig summerer vi driftsrelaterte omløpsmidler minus kortsiktig driftsrelatert gjeld, som vist i tabellen under:



Figur 6.2: Regruppert balanse 2

Ved den siste reformuleringen er formålet å avdekke netto driftseiendeler, som Petersen referer til som NOA eller investert kapital. Som figur 6.3 viser, tilsvarer summen av egenkapital og netto finansiell gjeld, netto driftseiendeler. Netto driftseiendeler, eller investert kapital viser investorkapitalen, som kreves for å finansiere driften, uten hensyn til hvordan den er finansiert (Koller et al., 2020, s. 212). Vi kan derfor oppsummere ved å si at netto driftseiendeler er midler som blir brukt for å finansiere driften, da det er summen av egenkapital og netto rentebærende gjeld. Figur 6.3 illustrerer metoden.



Figur 6.3: Regruppert balanse 3

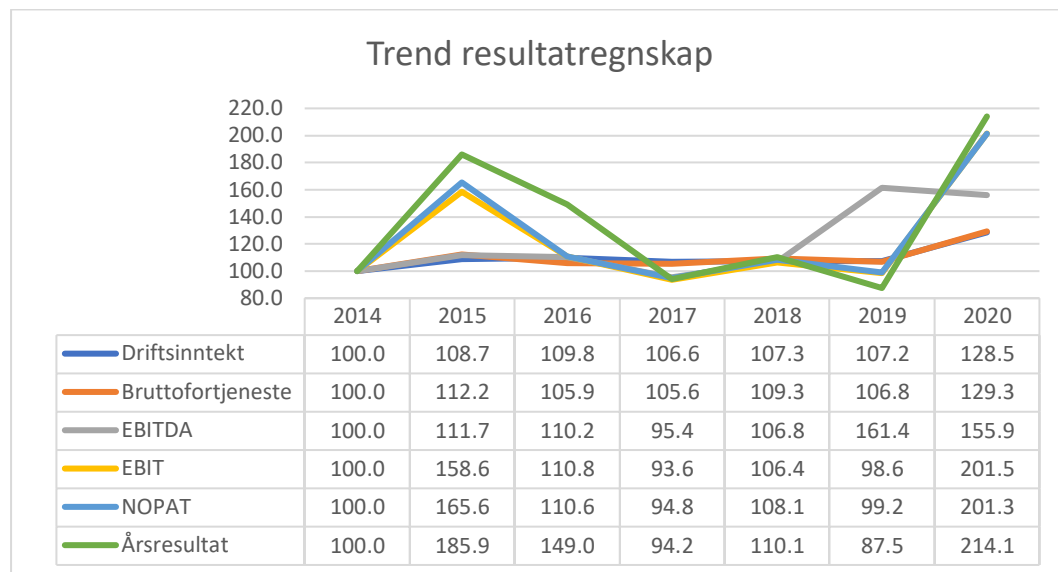
Leasing

I 2019 ble IFRS 16 gjeldende, noe som gjorde at selskapene måtte legge frem verdien av leasing i regnskapet (Europris, 2019). Dette var tidligere ikke noe man trengte å rapportere. I utgangspunktet ville det vært naturlig å estimere verdien av leasingen i de tidligere årene, for å få et større sammenligningsgrunnlag i nøkkeltallsberegningene. Det skal likevel nevnes at ut ifra de respektive konkurrentenes årsrapporter, fremkommer det at de også opererer med samme regnskapsstandarder. Dermed har leieavtalene deres i likhet med Europris vært utelatt i de historiske regnskapsårene. Dette indikerer at sammenligningen av nøkkeltallene blir like i regnskapsperioden. Leser burde likevel være obs på at det midlertidig vil være noe fluktueringen av nøkkeltallene videre, siden blant annet rentekostnaden og avskrivningene blir høyere. Likevel medfører leieavtalene en økning i både driftsrelaterte anleggsmidler (bruksmidler) og den finansielle gjelden (NIBD). Den løpende differansen blir derved fortsatt tilnærmet lik. Siden det er tatt høyde for en økning i begge poster både i utgående regnskapsår, samt i prognosehorisonten, vil dette indikere en marginal til ingen forandring i verdsettelsen. Dette skyldes i all hovedsak at endringen forkommer i 2019, siden dette var første regnskapsår med den nye standarden (Europris, 2019). Ettersom det foreligger tilsvarende endring for konkurrentene Europris blir sammenlignet med, er det derfor valgt å ikke justere for leasing i de historiske tallene, men kun i fremtidsprognosene. Det vil midlertidig påpekes til hvilken grad endringen spiller en rolle i noen av beregningene, men dette vil løpende bli beskrevet.

6.5 Trendanalyser

6.5.1 Resultatregnskapet

For å identifisere trenden i resultatregnskapet til Europris har det blitt foretatt en indekseringsanalyse. Dette er en vanlig analyse å forta for å studere utviklingen over tid. En indekseringsanalyse er kun en annen for form å måle den prosentmessige endringen, men gir likevel et oversiktlig bilde, da man benytter første året som referanseår (Petersen et al., 2017, s. 161). Fra det omformulerte resultatregnskapet er det plukket ut de viktigste punktene; Driftsinntekt, bruttofortjeneste, EBITDA, EBIT, NOPAT og til slutt årsresultatet. Fra figuren nedenfor kan man se av en klar oppgang i 2015 og 2020, hvor den ellers har ganske moderat og stabil økning i de andre årene.

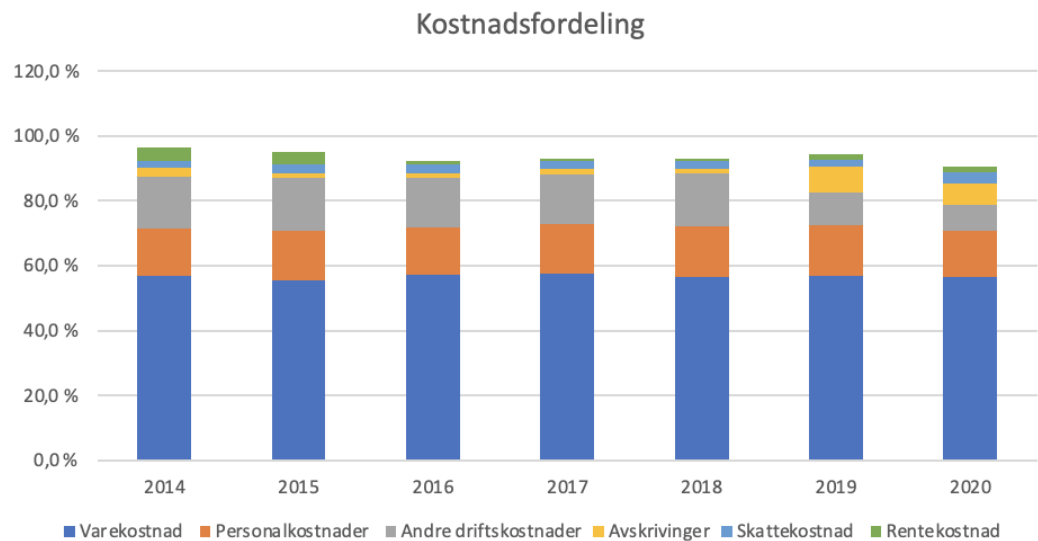


Figur 6.4: Trend resultatregnskap

Som grafen ovenfor viser, så hadde Europris en markant økning i sitt første fulle år på Oslo børs (2015). Videre stabiliserer nøkkeltallene seg med en moderat vekst fra 2016 frem til regnskapsåret 2020. Dette året er midlertidig mye preget av verdenssituasjonen, og bransjen som helhet leverte et historisk godt år (Virke, 2020, s. 53). Foruten om det ekstraordinære året, leverte selskapet en stabil og god vekst. Som fremvist i 2019 og 2020 øker midlertidig EBITDA ganske kraftig. Dette skyldes i all hovedsak at andre driftskostnader går ned grunnet leieavtalene (Europris, 2019). Til gjengjeld øker naturligvis avskrivningene, hvilket betyr at bunnlinsen ikke påvirkes av denne endringen.

Kostnadsfordeling

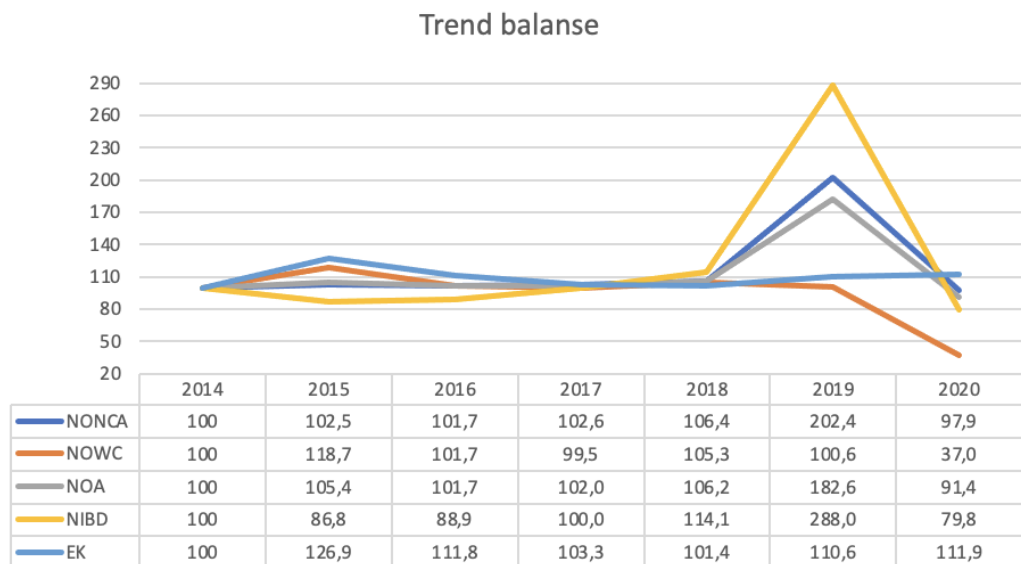
Det har også blitt foretatt en kostnadsfordelingsanalyse, ved å sette kostandene som en prosent av inntekten (Petersen et al., 2017, s. 161). Her identifiseres det naturligvis at varekostnaden er den desidert største kostnaden til Europris, med et gjennomsnitt på 56,7%. Dette skyldes naturligvis at selskapet kjøper inn og videreselger varer. Europris holder den prosentmessige kostnadsfordelingen relativt stabilt i hele perioden. Som nevnte i forrige avsnitt øker midlertidig avskrivningene relativt mye, med en økning på hele 468% fra 2018 til 2019, samtidig som andre driftskostnader reduseres med 40% i samme periode, grunnet rapportering av leieavtalene (Europris, 2019).



Figur 6.5: Kostnadsfordeling

6.5.2 Balansen

Det har også blitt foretatt en indekseringsanalyse av balansen til Europris. Her har de viktigste postene fra den omformulerte balansen blitt lagt til grunn; netto driftsrelaterte anleggsmidler (NONCA), driftsrelatert arbeidskapital (NOWC), netto operasjonelle eiendeler (NOA, netto finansiell gjeld (NIBD) og til slutt egenkapitalen.



Figur 6.6: Trend balanse

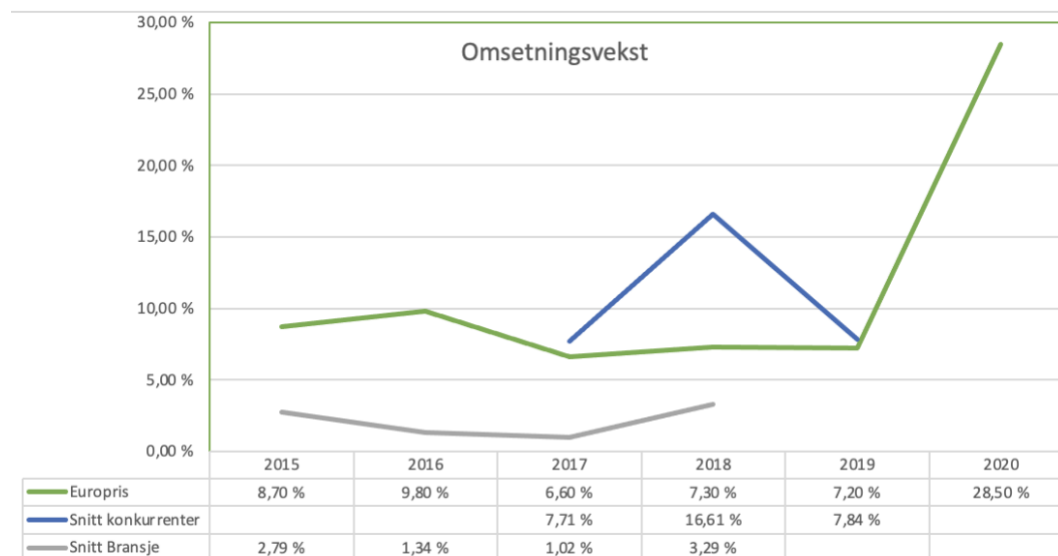
Som grafen ovenfor viser, har balansen en veldig stabil og moderat vekst fra 2014 frem til 2019. I likhet med kostnadsendringene i perioden skyldes dette at

leieavtalene måtte rapporteres (Europris, 2019). Som tidligere nevnt har vi valgt å ikke justere samtlige poster i det historiske regnskapet, da effekten fremkommer før årene som har innvirkning på verdsettelsen. Det er likevel valgt å justere for leieavtalene for å se effekten. Med en justering ville de driftsrelaterte anleggsmidlene ligget på 103,2 og 101,6 i de to siste årene. Det vil også være tilsvarende reduksjon i den netto rentebærende gjelden og de netto operasjonelle eiendelene.

6.6 Lønnsomhets og vekstanalyser

Omsetningsvekst

I henhold til Petersen et al (2017, s. 183) er salgsveksten ansett som en av de viktigste driverne bak fremtidig evne til å skape verdier. Inntektsveksten har også betydning for andre relevante beregninger i dette kapitlet. Det er også verdt å nevne viktigheten av omsetningsveksten i hele vår analyse. Utformingen av driverne bak fremtidsprognosen i all hovedsak inntektsbaserte som vil bli presentert i kapittel 8. Salgsveksten vil derfor være en av de mest sentrale faktorene i de kommende analysene. Dette gjelder spesielt fremtidig vekst i de ulike nøkkeltallene som legger grunnlaget for verdsettelsen.



Figur 6.7: Omsetningsvekst

Figuren ovenfor viser til en salgsvekst i intervallet 5% til 10% stabilt fra 2015 til 2019. I 2020 er det en kraftig vekst, mye grunnet den ekstraordinære verdenssituasjonen. Her vises det til en ekstrem vekst i omsetning i bransjen som helhet, som ifølge Virke ble ansett som en soleklar vinner (Virke, 2020, s. 53).

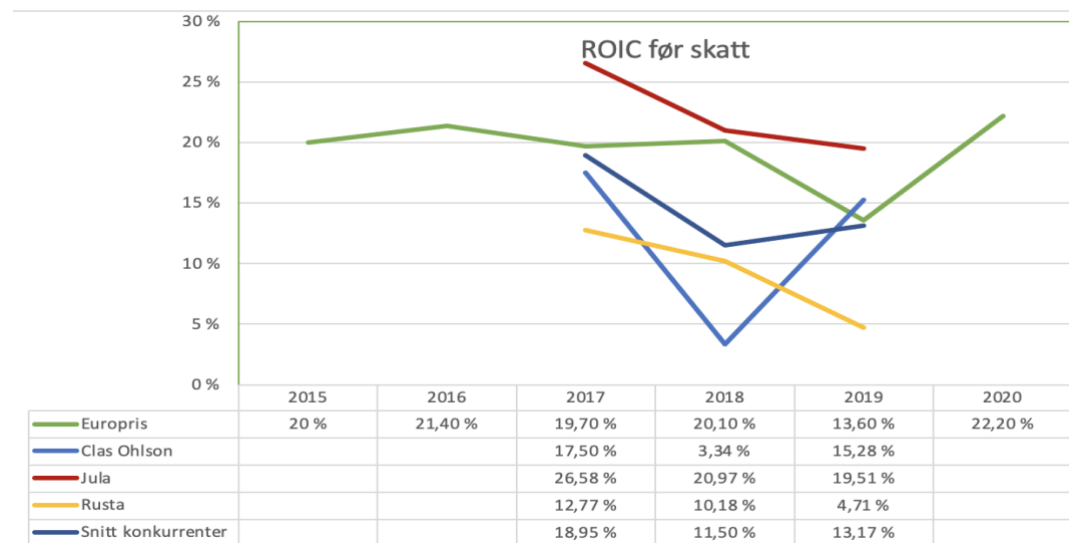
Veksten forventes også å ha en økning i første prognose-år, da det er mye som tilsier at 2021 blir nokså likt 2020.

Avkastning på investert kapital (ROIC)

Avkastning på investert kapital (ROIC- Return on invested capital) er et mål på selskapets operasjonelle profitabilitet (Petersen et al., 2017, s. 184). Nøkkeltallet belyser verdiskapningen ovenfor deres aksjonærer. Tallet er svært sentralt i lønnsomhetsberegningen av et selskap, da avkastningen på investert kapital både øker verdierestimatet på verdsettelsen og forbedrer selskapets kredittvurdering (Petersen et al., 2017, s. 142). Beregningen av avkastning på investert kapital er presenter av Petersen et al (2017, s. 184) som:

$$\text{Avkastning på investert kapital} = \frac{\text{Netto operasjonell profitt etter skatt}}{\text{Netto operasjonelle eiendeler}}$$

Nøkkeltallene som er benyttet for å beregne avkastningen på den investerte kapitalen er funnet ved omorganiseringen av resultatregnskapet og balansen. Her må man først identifisere den netto operasjonelle profitten (resultatregnskapet) og deretter dividere på de netto operasjonelle eiendelene, som er funnet i NOA-formatet i balansen. Som vist i grafen nedenfor har vi først beregnet avkastningen før skatt. Her benyttes midlertidig driftsresultatet før skatt, fremfor den netto operasjonelle profitten (Petersen et al., 2017, s. 142). Grafen viser til at Europris leverer god avkastning, tatt konkurrentene i betraktning. Jula leverer likevel noe bedre i samtlige år.

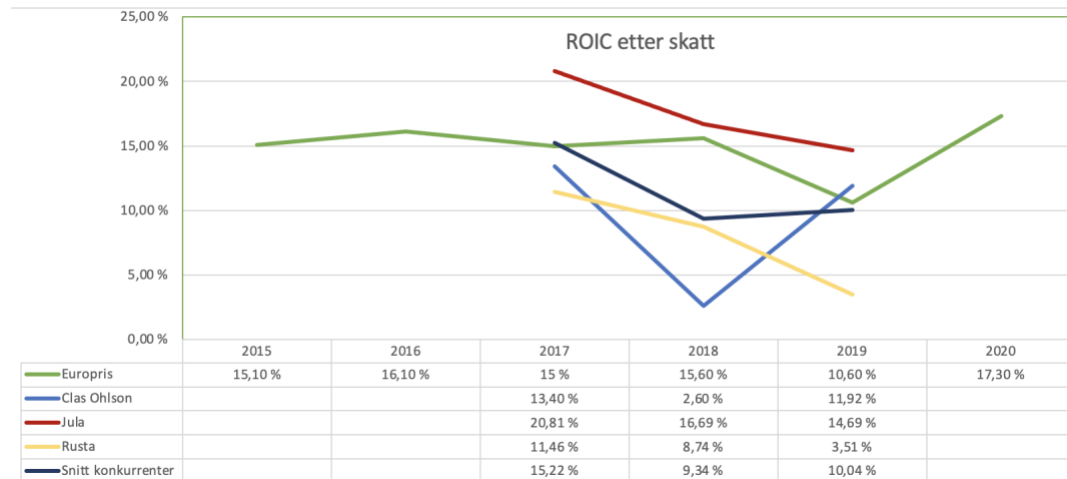
ROIC før skatt

Figur 6.8: ROIC før skatt

Videre vil det være sentralt å se på forholdet mellom ROIC og WACC. WACC blir presentert i sin helhet i kapittel 5, men kan ses på som kapitalkostnaden. Dersom investert kapital overstiger kapitalkostnaden oppnår selskapet meravkastning, som er lagt til grunn i verdsettelsen. Dette forklares gjennom EVA modellen presentert av Petersen et al (2017, s 309) som $EVA = ROIC - WACC * NOA$. Avkastningen på investert kapital overstiger kapitalkostnaden i samtlige år, noe som indikerer at Europris klarer å levere meravkastning hvert år. Kapitalkostnaden har et snitt på 6,9% i perioden etter de justeringene som har blitt foretatt, mens avkastningen på investert kapital har et gjennomsnitt på 19,5%.

ROIC etter skatt

Avkastningen på investert kapital har også blitt beregnet etter skatt, for å se til hvilken grad skattekostnadene påvirker avkastningen. Ved å referere til avkastningen før skatt, har ikke forholdet forandret seg. Funnene tyder midlertidig på at avkastningen i snitt synker med rundt 5% for samtlige observasjoner for Europris og Jula, mens det er noe mer moderat nedgang hos Rusta og Clas Ohlson. Det er verdt å bemerke seg at den gjennomsnittlige avkastningen på investert kapital fortsatt har en god margin ned til kapitalkostnaden. Dette indikerer at skattekostnaden reduserer meravkastningen noe, men fortsatt klarer å levere god residualinntekt.



Figur 6.9: ROIC etter skatt

Egenkapitalavkastningen

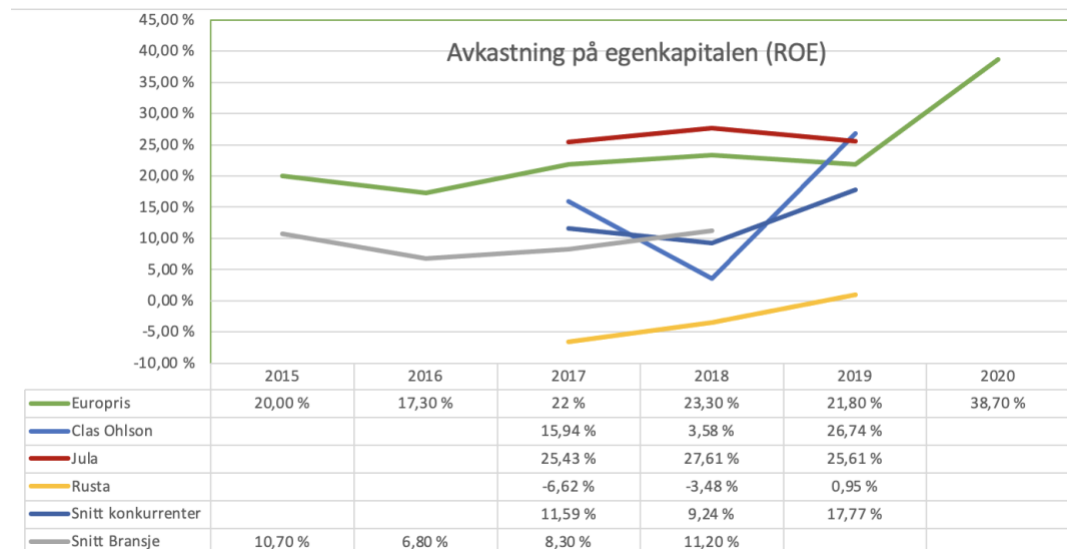
Avkastningen på egenkapitalen (ROE) viser selskapets regnskapsmessige avkastning for aksjonærene. Dette vil si avkastningen på kapitalen eierne har skutt inn i selskapet (Petersen et al., 2017, s. 168), og er beregnet ved formelen:

$$\text{Egenkapitalavkastning (ROE)} = \text{ROIC} + (\text{ROIC} - \text{NBC}) \times \frac{\text{NIBD}}{\text{BVE}}$$

Hvor,

$$\text{NBC} = \text{Netto rentekostnader} = \frac{\text{Netto rentekostnader}}{\text{Netto gjeld}}$$

Formelen bygger på ROIC, som er presentert i de forrige avsnittene, som for ordens skyld er avkastningen på driften. Videre vises det til hvordan egenkapitalen påvirkes av kapitalstrukturen (gjeldsgraden). Dette kan forklares ved at dersom gjeldsgraden øker, øker også avkastningen på egenkapitalen. Det skal likevel nevnes at dette resulterer i høyere risiko forbundet med investeringen (Petersen et al., 2017, s. 170). Dersom selskapet klarer å øke egenkapitalavkastningen, betyr dette at de forbedrer evnen til å skape profitt, sett bort ifra endring i kapitalstrukturen. Det vil med andre ord si at dette er et godt effektivitetstall (Petersen et al., 2017, s. 172).



Figur 6.10: Avkastning på egenkapitalen (ROE)

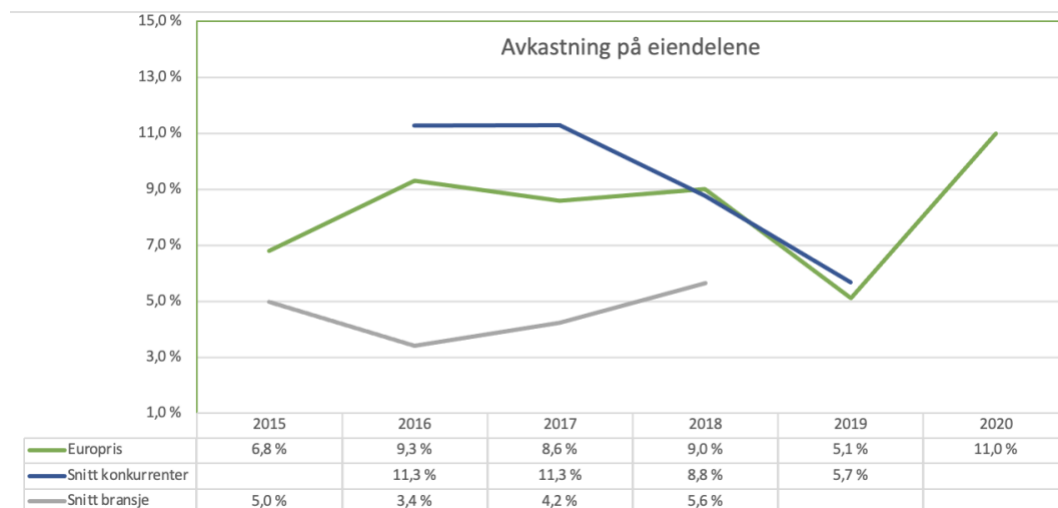
Som grafen tilsier klarer Europris å skape verdier for deres aksjonærer bedre enn sine nærliggende konkurrenter, sett bort i fra Jula. Både Europris og Jula leverer her solide tall, som gleder en investor.

ROA (avkastning på eiendeler)

Avkastningen på eiendelene er et nøkkeltall som beskriver hvor lønnsomt et selskap er, sett opp mot eiendelene. Dette vil med andre ord si avkastningen på totalkapitalen. Formelen blir av Petersen et al (2017, s. 366):

$$\text{Avkastning på eiendelene} = \frac{\text{Årserultat}}{\text{Totale eiendeler}}$$

Avkastningen på eiendelene indikerer hvor godt selskapet klarer å konvertere eiendelene sine til å generere inntjening. Dersom man hadde benyttet justert nåverdi som en av verdsettelsesmodellene, ville det derfor vært sentralt å se på differansen mellom avkastningen på eiendelene og avkastningskravet til selskapet uten gjeld (R_a). Avkastningskravet til selskap uten gjeld, påvirkes derfor ikke av endringen i kapitalstrukturen (Petersen et al., 2017, s. 366). Ettersom Europris opplever endring i kapitalstrukturen, tilfører dette økt risiko ved økt gjeldsgrad. I denne seksjonen vil derfor avkastningen på eiendelene bli presentert som et informativt nøkkeltall. Som vist i grafen nedfor ser man at Europris leverer noe dårligere enn sine hovedkonkurrenter, men til gjengjeld en del bedre enn bvu-bransjen som helhet.



Figur 6.11: Avkastning på eiendelene

Øvrige lønnsomhetsberegninger

Nedenfor vil det bli presentert tre ulike nøkkeltall for lønnsomheten til Europris, for å videre sette disse opp mot konkurrentene. Nøkkeltallene som videre blir beregnet er; Bærekraftig vekst, og de to meravkastningene som har blitt benyttet i verdsettelsen, EVA og RI. Førstnevnte blir presentert av Petersen et al (2017, s. 186) som:

$$\text{Bærekraftig vekst} = ROE \times (1 - PO)$$

Hvor,

PO (payout ratio)= utbytteraten

Bærekraftig vekst, er et nøkkeltall som indikerer til hvilken grad et selskap kan vokse uten å endre på den finansielle strukturen. Det vil si hvor mye vekst som er oppnåelig uten å endre finansiering, samtidig som det ikke skal påvirke profitabiliteten (Petersen et al., 2017, s 186). Den bærekraftige veksten blir beregnet gjennom den tidligere gjennomgatte avkastningen på egenkapitalen ganget inn med 1- utbytteraten. Utbytteraten er beregnet ved å dele årsresultatet på utbetalt utbytte. Nøkkeltallet påvirkes av flere av de nevnte faktorene i dette kapitlet, som blant annet avkastningen på investert kapital. Dersom dette nøkkeltallet øker, øker også den bærekraftige veksten (Petersen et al., 2017, s.186). Samtidig synker veksten dersom utbyttene blir større. Dette kan ses i sammenheng med inntektsveksten og selskapets kapitalstruktur (som vil bli

presentert i neste kapittel). Nedenfor ser man den bærekraftige veksten til Europris og deres konkurrenter.

SGR	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Europris	23,30 %	7,50 %	3,10 %	1,30 %	11 %	11,40 %
Clas Ohlson			0,49 %	-11,50 %	-5,84 %	
Jula			2,15 %	20,70 %	24,40 %	
Rusta			-7,12 %	6,18 %	-16,63 %	

Tabell 6.6: SGR for Europris, Clas Ohlson, Jula og Rusta

Ifølge årsrapportene (Europris, 2015-2020) har de helt siden børsnoteringen hatt en utbyttepolitikk på 60%, likevel har de i 3 av årene levert mer i utbytte. Dette fører som nevnt tidligere til at den bærekraftige veksten synker. De gjeldende årene er 2017, 2018 og 2020, som også er årene hvor inntektsveksten har overgått den bærekraftige veksten. Dette betyr at selskapet ikke kunne oppnå inntektsveksten uten å endre kapitalstrukturen. Rent objektivt ved å se på tabellen over, er det sterke indikasjoner på at Europris og Jula har den beste kapitalstrukturen, og tåler mest vekst gitt årets gjeldsgrad. Dette vil senere bli tatt for seg i soliditetsanalysen.

For å ikke gjenta allerede presiserte begreper og regnetekniske metoder, refereres det til kapittel 5 om meravkastningen (verdsettelsesmetoder). Nedenfor ser man midlertidig en fremstilling av meravkastningen til Europris og deres hovedkonkurrenter. Det er verdt å merke seg at konkurrentenes beregninger er justert for valuta, slik at alle tall er oppgitt i NOK (Norges Bank, 2021). I begge residualinntektene ser man at det er Europris og Jula som leverer en stabil og god meravkastning. Dette er svært gode nyheter for en investor, da man sitter igjen med avkastning over avkastningskravet.

EVA	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Europris	200 833	311 572	235 464	196 740	118 769	613 568
Clas Ohlson			237 509	-50 745	368 370	
Jula			286 019	425 855	412 808	
Rusta			140 476	97 917	-3 056	

Tabell 6.7: EVA for Europris, Clas Ohlson, Jula og Rusta

RI	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Europris	174 268	203 332	252 645	217 220	206 159	704 013
Clas Ohlson			223 174	-38 296	350 288	
Jula			230 141	362 315	421 444	
Rusta			-117 984	-61 895	-33 911	

Tabell 6.8: RI for Europris, Clas Ohlson, Jula og Rusta

6.7 Likviditets-, soliditets- og risikoanalyser

I dette kapittelet av besvarelsen vil det bli foretatt en kortsiktig og langsiktig likviditetsanalyse (soliditet), samt gjort en sammenstilling av kredittrisiko til Europris og deres konkurrenter. Som nevnt under kapittelet om oppgavens begrensninger refereres det til begrenset tallmaterialet. Selv om det dessverre ikke er sammenligningsgrunnlag for de valgte selskapene og bransjen for øvrig i samtlige år, vil det likevel være sentralt å utregne likviditetstall basert på tilgjengelige tall. Likviditeten til Europris vil bli belyst i samtlige år, mens det er noe mindre hos hovedkonkurrentene og bvu-bransjen i sin helhet. Den kortsiktige likviditetsanalysen vil bestå av; Likviditetsgrad 1 og 2, samt operasjonell KS til kortsiktig gjeld.

6.7.1 Kortsiktig likviditetsanalyse

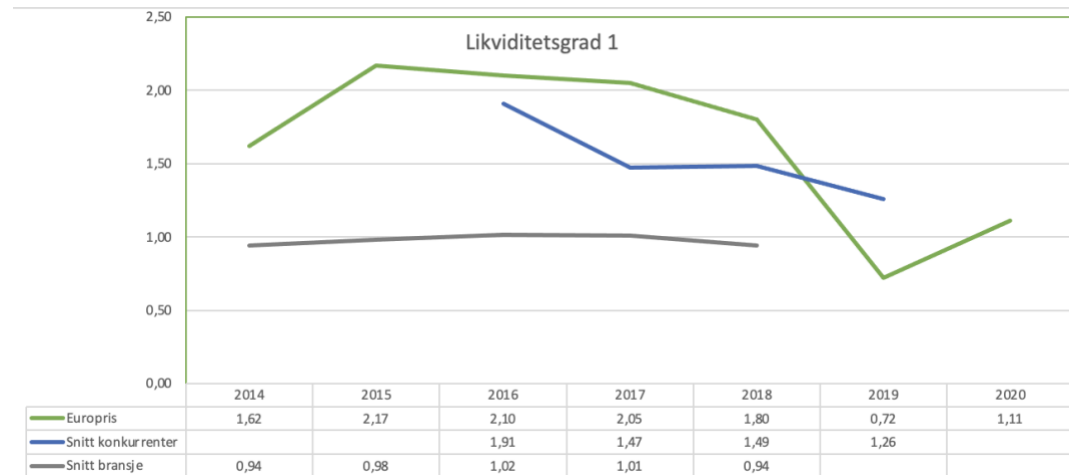
Likviditetsgrad 1

For å analysere om Europris evner å betale sine kortsiktige forpliktelser, har vi benyttet oss av likviditetsgrad 1. Det som kategoriseres som kortsiktig betalingsforpliktelser i denne sammenheng, er forpliktelser som forefaller innen det gitte regnskapsåret. Likviditetsgrad 1 ser på forholdet mellom selskapets omløpsmidler og den kortsiktige gjelden, og blir presenter av Petersen et al (2017, s. 231) som:

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

På generelt grunnlag sier man at likviditetsgrad 1 burde være over 2, likevel burde man ta et slikt utsagn med en klype salt (Petersen et al, s. 231). Dette skyldes flere faktorer, som blant annet at leverandørgjelden løpende blir betalt ved at selskapet selger varene sine. Siden Europris har salg av varer som sitt inntjeningsgrunnlag, vil derfor en del av varekostnaden bli inkludert i leverandørgjelden, og selskapet har derfor liten sannsynlighet for å ikke klare å innfri forpliktelsen ved fortsatt drift. Et tall over 1, tilsier at de klarer å innfri 100% av sin kortsiktige gjeld, med omløpsmidlene sine. For at tallet skal være over to, må derfor selskapet etter all sannsynlighet holde igjen mer kontanter (Damodaran, 2012, s. 49). Videre for å identifisere om likviditetsgrad 1 er tilfredsstillende, har vi i likhet med de andre

analysene valgt å sette de opp mot sine hovedkonkurrenter og bransjen forøvrig, som vist i grafen nedenfor.



Figur 6.12: Likviditetsgrad 1

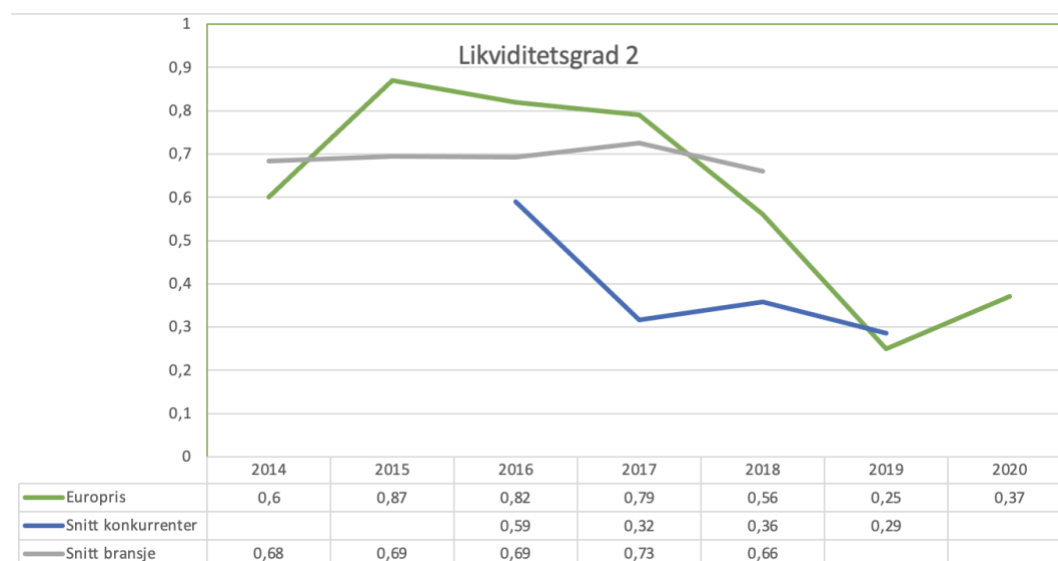
Basert på forutsetningen om at likviditetsgrad 1 er et godt likviditetstall, ser vi derfor at Europris har en løpende bedre likviditet enn både bransjen som helhet og sine nære konkurrenter. Europris har et tidsvektet gjennomsnitt på 1,65, hvor konkurrentene holder seg noe under, og bransjen som helhet ligger rundt 1. Det er midlertidig verdt å bemerke seg at likviditeten synker i 2019. Dette skyldes i all hovedsak at en av deres langsiktige gjeldsforpliktelse på 1,6 milliarder forefaller innen et år, og derved går over til å anses som kortsiktig (Europris, 2019). Samtidig blir også her leieavtalene lagt til i henhold til IFRS 16, derved blir likviditetsgraden i 2019 og 2020 på henholdsvis 0,82 og 1,41 dersom man justerer for leasingen.

Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er noe forskjellig fra likviditetsgrad 1, da den trekker ut varelageret fra omløpsmidlene, før den divideres på den kortsiktige gjelden. Årsaken til at varelageret trekkes ifra er på grunn av at varelageret i teorien raskt kan konverteres til kontanter, men trolig ikke så fort som ønskelig i praksis, da store selskap som oftest har store varelager. Derfor trekkes de fra i likviditetsgrad 2. Formelen benyttet for å beregne likviditetsgrad 2 er formulert av Damodaran (2012, s. 49) som:

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

Likviditetsgrad 2 har også en tommelfingerregel i likhet med likviditetsgrad 1. Her anses et tall på over 1 som god likviditet (Damodaran 2012, s. 49). Dersom tallet overstiger 1 betyr det også her selskapet kan betale alle sine kortsiktige betalingsforpliktelser med omløpsmidlene som raskt kan konverteres til kontanter (Damodaran, 2012, s. 49). Nedenfor presenteres likviditetsgrad 2 satt opp mot det gjennomgående sammenligningsgrunnlaget.



Figur 6.13: Likviditetsgrad 2

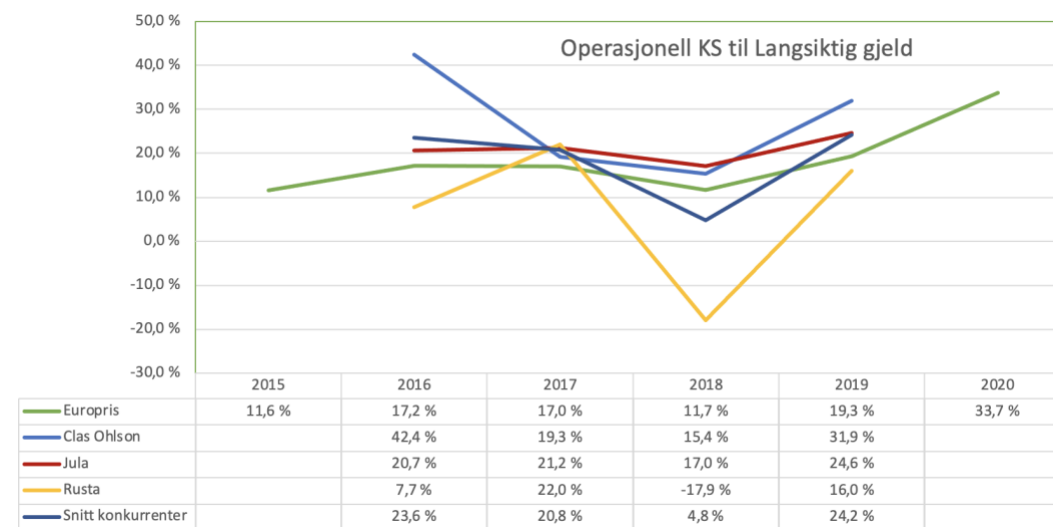
Ifølge tommelfingerregelen, ligger samtlige under det gitte kravet. Likevel ser man at Europris har en bedre likviditet enn sine hovedkonkurrenter. Det tidsvektede gjennomsnittet er noe lavere hos Europris, satt opp mot bransjen som helhet, med henholdsvis 0,61 og 0,69 i snitt. Det er verdt å nevne at også her blir graden lavere i 2019 og 2020, dette skyldes i likhet med likviditetsgrad 1, at selskapet regnskapsfører operasjonelle leieavtaler, samt omgjøringen av den langsiktige forpliktelsen (Europris, 2019). Dersom man justerer for leieavtalene vil de oppnå en noe forbedret grad på 0,29 og 0,47. Selv om hverken Europris, konkurrentene eller bransjen oppnår en tilfredsstillende likviditetsgrad 2, vil det bli gjennomført konkursrisiko senere i dette kapittelet. Her identifiseres det om det eventuelt foreligger en bekymring i nevnte verdier.

Operasjonell KS til kortsiktig gjeld

Det siste nøkkeltallet som blir utregnet i den kortsiktige likviditetsanalysen er en rate som ser på differansen mellom den operasjonelle kontantstrømmen og selskapets kortsiktige gjeld. Formelen benyttet for å beregne nøkkeltallet er presentert ovenfor (Petersen et al., 2017, s. 225).

$$\text{Operasjonell KS til kortsiktig gjeld} = \frac{\text{Operasjonell KS}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Tallet beskriver hvor mye av den kortsiktige gjelden som umiddelbart kan betales av kontantstrømmen fra den operasjonelle delen av selskapet. Det er også her ganske bransjespesifikt hva som kategoriseres som et godt forholdstall. Siden det ikke foreligger noen bransjetall for kontantstrømmen, vil Europris derfor sammenlignes med deres hovedkonkurrenter nedenfor.



Figur 6.14: Operasjonell kontantstrøm til langsiktig gjeld

Det tidsvektede gjennomsnittet for Europris ligger på 43,2%, mot 30,6% for bransjen. Dette indikerer at selskapet i snitt kan betale ned omtrent 43% av sin kortsiktige gjeld, med den løpende operasjonelle kontantstrømmen. Som vist i grafen, ser man at 2020 tallet for Europris trekker opp snittet, samtidig som blant annet Rusta i 2018 trekker ganske ned for konkurrentene. Ved å ta disse faktorene i betraktning foreligger det en forholdsvis lik rate for Europris og konkurrentene.

6.6.2 Soliditetsanalyse

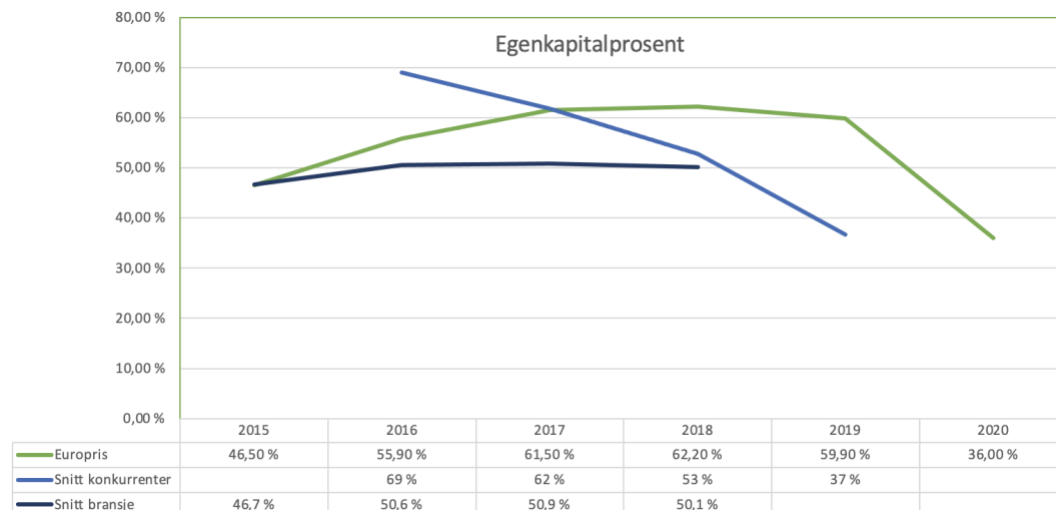
Det å vurdere den langsiktige likviditetsrisikoen til Europris er essensielt for å se den finansielle stillingen til selskapet. Dette omhandler hvor godt rustet selskapet er til å betale sine langsiktige betalingsforpliktelser, samt evnen til å tåle tap uten å bli insolvent (Petersen et al., 2017, s. 211).

Egenkapitalprosent

For å vurdere den langsiktige likviditeten til Europris, har vi utregnet egenkapitalprosenten. Dette er et nøkkeltall som beskriver kapitalstrukturen, ved å se på differansen mellom egenkapitalen og totalkapitalen. Nøkkeltallet gir en pekepinn på om Europris har en sunn finansieringsstruktur og hvor lenge egenkapitalen kan virke som en buffer i dårlige tider (Petersen et al., 2017, s. 217). Formelen som er benyttet for å regne egenkapitalandelen er presentert av Petersen et al (2017, s. 217) som:

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Det er mange som velger å benytte seg av markedsverdien av egenkapitalen i denne beregning, men siden alle andre nøkkeltall tar for seg de bokførte verdiene, er det også her er benyttet den bokførte verdien av egenkapitalen her (Petersen et al., 2017, s. 218). For å vurdere om andelen er fornuftig, vil det være viktig å se på konkurrentene og bransjen forøvrig. Bvu-bransjen er ikke spesielt syklisk for konjunkturer, og er heller ikke kapitalintensiv. Dette indikerer at Europris kan tåle noe lavere egenkapitalandel (Koller et al., 2020, s. 683). Som vist i grafen nedenfor leverer de ganske likt som konkurrentene og bransjen forøvrig. Det skal også nevnes at konkurrenttallene er noe misvisende, da Clas Ohlson har en høy egenkapital og veldige lite gjeld, noe som får en totaleffekt på snittet til konkurrentene. Europris har i perioden et gjennomsnitt på 53,7% noe som er å anse som en god og fornuftig kapitalstruktur, gitt bransjeestimatene.



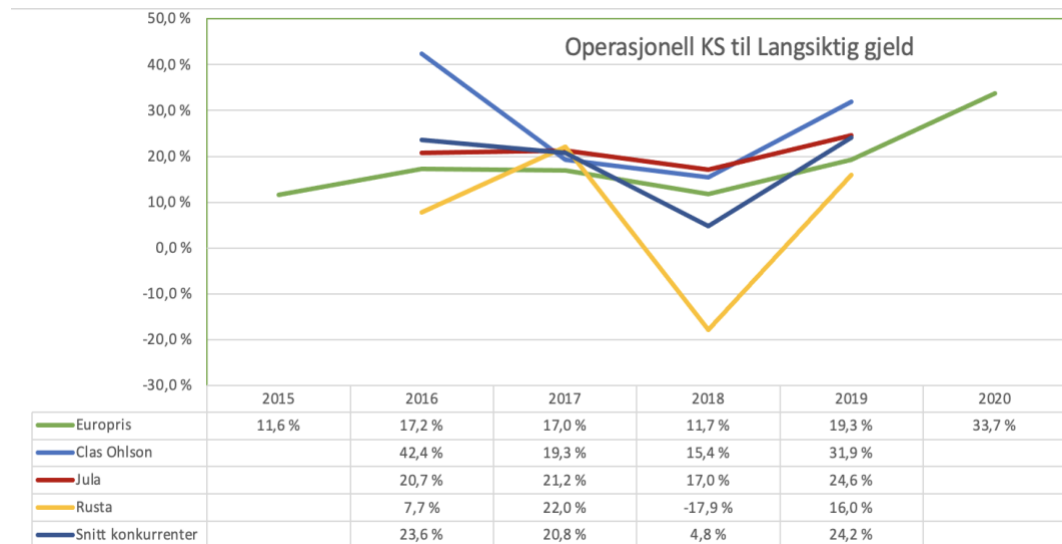
Figur 6.15: Egenkapitalprosent

Operasjonell kontantstrøm til langsiktig gjeld

Det neste nøkkeltallet som er beregnet for å vurdere soliditeten til Europris er samsvarende med nøkkeltallet beregnet i den kortsiktige likviditetsanalysen. Forskjellen på nøkkeltallet ligger i at vi nå ser på differansen mellom den operasjonelle kontantstrømmer og den totale gjelden, fremfor den kortsiktige gjelden beskrevet tidligere. Formelen benyttet er presentert av Petersen et al (2017, s. 225) som:

$$\text{Operasjonell KS til langsiktig gjeld} = \frac{\text{Operasjonell KS}}{\text{Total gjeld}}$$

Som vist i grafen nedfor foreligger det midlertidig litt svakere rater for Europris her, kontra den kortsiktige vurderinger. Likevel ser vi en forholdsvis lik fluktuering, hvor forholdet mellom selskapene er nokså like. Samsvarende med den kortsiktige raten, trekker også Rusta ned noe for konkurrentene, grunnet negativ operasjonell kontantstrøm i 2018 (Rusta, 2018). Derfor ville forholdet vært mer like i 2018 sett bort i fra den negative effekten til Rusta. Totalt sett vil det konkluderes med at raten ikke er noe spesielt bekymringsverdig for Europris sin del. Dette skyldes i all hovedsak at uavhengig av forretningsmodell vil det være svært sjeldent at et selskap kan betale en stor andel av sin langsiktige gjeld med den løpende operasjonelle kontantstrømmen (Petersen et al., 2017, s. 227). Analysen er foretatt utelukkende basert på sammenligning av betjeningsevne fra driften, satt opp mot gjelden.



Figur 6.16: Operasjonell kontantstrøm til langsiktig gjeld

6.7.3 Konkursrisiko

For å vurdere konkursrisikoen til Europris er det både benyttet Altman z-score, samt Standard & Poor's kredittscore. I likhet med de andre likviditetsanalysene vil de også her bli satt opp mot deres hovedkonkurrenter. Ved en rask gjennomgang Europris sine nøkkeltall og historikk, er det lite som tyder på at selskapet nærmer seg konkurs. Analysene kan likevel ses på som en form for oppsummering av dette kapittelet, da det både tar for seg likviditets, soliditets- og rentabilitetstall (Petersen et al., 2017, s. 387). Analysene er med på å belyse den økonomiske helsen til selskapet og eventuelt hvilke beslutninger som må tas for å minimere risiko.

Altman z-score

Altman Z-score ble utformet ved 5 nøkkeltallsberegninger og har vist seg å være 95% treffsikker (Petersen et al., 2017, s. 384). Z-scoren har blitt beregnet for Europris, hvor de settes opp mot Clas Ohlson. Årsaken til at resten av konkurrentene og bransjen som helhet ikke blir inkludert, er at Altman henviste til markedsverdien delt på den bokførte verdien av gjeld som en av de mest sentrale driverne bak scoren (Petersen et al., 2017, s. 384). Her kunne markedsverdien til de unoterte selskapene blitt verdsatt gjennom multippel-estimer. Likevel vil dette innebære store predikasjoner basert på subjektive estimer. Videre presenterer modellen profitabilitet som mer hensiktsmessig enn likviditet for å predikere konkursrisiko. Z-scoren blir presentert av Petersen et al. (2017, s. 384) som formelen vist nedenfor.

$$Z - score = 1,2 \times \left(\frac{NOWC}{NOA} \right) + 1,4 \times \left(\frac{Opptjent EK}{NOA} \right) + 3,3 \times \left(\frac{EBIT}{NOA} \right) + 0,6 \times \left(\frac{MVE}{bokført\ verdi\ av\ gjeld} \right) + 1 \times \left(\frac{Salg}{NOA} \right)$$

Basert på formelen ovenfor er de ulike variablene oppsummert i tabellen nedenfor. Altman mente at selskap med en Z-score på under 1,81 anses som høy risiko for konkurs. Videre henvises det til verdier mellom 1,81 til 2,67 som en «gråsonen», og alle verdier over sistnevnte som trygge selskap (Petersen et al., 2017, s. 384). Som vist i tabellen ser man at både Europris og Clas Ohlson har en lav konkurrisiko. 2019 er likevel et unntak, hvor Europris hårfint kategoriseres i gråsonen.

Altmans z-score	2015	2016	2017	2018	2019	2020
NOWC/NOA	0,24	0,24	0,24	0,23	0,13	0,05
Opptjent EK/totalt salg	0,16	0,21	0,21	0,15	0,21	0,28
EBIT/NOA	0,64	0,70	0,64	0,64	0,35	0,77
MVE/BVL	2,61	2,24	2,02	1,41	0,84	1,51
Totalt salg/NOA	1,69	1,83	1,91	1,93	1,13	1,60
Konkurrisiko Europris	5,34	5,22	5,02	4,36	2,66	4,20
Konkurrisiko Clas Ohlson	N/A	7,92	6,14	5,41	3,44	N/A

Tabell 6.9: Altmans z-score for Europris og Clas Ohlson

Kredittvurdering

Det har blitt foretatt en kredittvurdering basert på Standard & Poor's offisielle kredittmodell. Modellen tar for seg ulike operasjonelle beregninger. Beregningene består av likviditetsestimater og rentabilitetsestimater (Petersen et al., 2017, s 387). Her vil Europris sammenlignes med samtlige av sine hovedkonkurrenter.

Credit ratings Europris	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT interest cover	2,6	3,23	14,37	13,24	14,34	5,89
EBITDA interest cover	3,66	16,2	15,23	16,56	11,15	12,26
FOCF/total debt	11,59 %	17,16 %	16,98 %	11,72 %	19,34 %	33,66 %
Return on capital	15,73 %	16,89 %	15,50 %	16,15 %	11,00 %	19,47 %
operating income/revenues	13,04 %	13,08 %	11,70 %	11,65 %	17,55 %	21,29 %
Long-term debt/capital	41,78 %	38,18 %	37,50 %	35,62 %	28,02 %	39,16 %
Total debt/capital	62,67 %	61,49 %	61,21 %	62,40 %	72,96 %	69,59 %

Tabell 6.10: Kredittvurdering Europris

I tabellen nedenfor ser man de ulike estimatene til Europris, hvor de har blitt vurdert til AAA-CCC i henhold til rangeringskriteriene til Standard & Poor's i tabellen nedenfor. Samtidig er det lagt ved hvilken kredittvurdering hovedkonkurrentene har oppnådd.

Credit ratings	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT interest cover	BB	BB	AA	AA	AA	BBB
EBITDA interest cover	BB	AA	AA	AA	A	A
FOCF/total debt	BBB	A	A	BBB	A	BBB
Return on capital	BBB	BBB	BBB	BBB	B	A
operating income/revenues	B	B	B	B	BBB	A
Long-term debt/capital	BBB	BBB	BBB	BBB	A	BBB
Total debt/capital	BB	BBB	BBB	BBB	BB	BB
Europris	BBB-	BBB	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Clas Ohlson		A	A	BBB+	BBB	
Jula		BBB+	A	BBB	BBB+	
Rusta		BB	BBB-	BB	B	

Tabell 6.11: Kredittvurdering Europris, Clas Ohlson, Jula og Rusta

Basert på både Altman z-score og Standard & Poors kredittvurderingen, er det lite som tyder på at Europris sin økonomiske helse er dårlig. Her ligger selskapet godt over den kritiske verdien til Altman, samt en god total kredittvurdering. Alle kredittvurderinger fra en svak BBB og oppover inngår i investeringskategorien (Petersen et al., 2017, s. 389). Dette vil si selskap med svært liten sannsynlig for å ikke betjene sine forpliktelser. Selskap i denne kategorien har gjerne også mindre risiko (Petersen et al., 2017, s. 389). Dette kan også ses i sammenheng med utarbeidelsen av beta-verdiene, hvor Europris har lav volatilitet knyttet opp mot markedet.

7. Strategiske analyser

I dette kapittelet av oppgaven skal vi se nærmere på strategiske analyser. Det vil bli gjennomført både interne og eksterne analyser. Hensikten med de interne analysene er å kartlegge styrkene og svakhetene til Europris, gjennom å vurdere hvordan selskapet skaper verdi sammenlignet med aktuelle konkurrenter. De eksterne analysene vil se på makroøkonomiske faktorer som kan påvirke selskapets verdiskapning i tiden fremover.

7.1 Intern analyse

7.1.1 Verdikjedeanalyse

I denne delen vil det bli sett nærmere på hvorvidt aktiviteten i verdikjeden til Europris bidrar til selskapets verdiskapning eller ikke. Figur 7.1 illustrere en kortfattet fremstilling av Europris verdikjede.



Figur 7.1: Europris verdikjede

Inngående og utgående logistikk

Europris har i dag flere varehus, samtidig som de er i en overgangsfase hvor de flytter mot et nytt sentralvarelager i Moss. Målet er at det nye sentralvarelageret skal være fullt operativt i tredje kvartal 2021 (Europris, 2020, s. 10). Fra årsrapporten fremkommer det at Europris operer med en vertikalt integrert verdikjede, hvor både butikken og varehusene koordineres og kontrolleres på overordnet nivå i konsernet. Varekostnader er en av Europris største kostnader og det er forventet at det nye varelageret i Moss vil bidra til å redusere disse kostnadene gjennom effektivisering, automatisering og robotisering (Europris, 2019, s. 14).

Markedsføring

Europris forsøker å posisjonere seg som en omnikanal når det kommer til markedsføring (Europris, 2020, s. 11). Gjennom en omnikanal forsøker selskapet å skape en helhetlig kommunikasjon og brukeropplevelse ved å bruke en rekke forskjellige kommunikasjonskanaler (Roberts, 2020). Markedsføring er en viktig aktivitet som skal bidra til å øke antall kunder i butikk for kjeden, samtidig som det skal bidra til økt merkekjennskap (Europris, 2020, s. 11).

Markedsføringsstrategien til Europris kan anses som viktig og aktiviteten er sentral for å øke, samt vedlikeholde salget til selskapet.

Salg, service og oppfølging

Alt av salg og service i Europris foregår i de fysiske butikkene og via deres nettbutikk. Slik som alle andre aktørene i buv-bransjen, ønsker Europris å skape en helhetlig kundeopplevelse, hvor kunden kan finne alt de trenger hos dem. I

2020 scorete Europris dårligere enn konkurrentene sine Jula, Rusta og Clas Ohlson når det kommer til kundetilfredshet (Handelshøyskolen BI, 2020). Dette er en indikator på at Europris burde jobbe med salgs-, service- og oppfølgingsaktivitetene sine, ettersom de kan bidra til en økning i verdiskapningen. Opplever kundene høyere kundetilfredshet gjennom salg, service og oppfølging, vil kunne bidra til å øke selskapets verdiskapning gjennom mersalg og gjenkjøp.

Støtteaktiviteter

Av Europris støtteaktiviteter har vi valgt å fokusere på infrastruktur, teknologiutvikling og CSR.

Infrastruktur omfatter ledelse, organisering og styring. Europris ledes i dag av administrerende direktør Espen Eldal, som nylig har inngått i lederrollen etter at Pål Wibe gikk av i 2020. Selskapets finansdirektør Stina Byre er også ny i rollen etter at hun overtok som finansdirektør i 2020. Videre har Europris ulike ledere for hver forretningsenhet innad i konsernet (Europris, 2020, s. 56). Selskapet har samlet sett en kompetent ledergruppe som gir et godt grunnlag for fremtidig verdiskapning. Samtidig er det ingen av topplederen som har tidligere erfaring i de respektive rollene, hvilket kan være negativt.

For Europris har det vært viktig å henge med på den teknologiske utviklingen. Den har vært svært sentral for deres satsning på nettbutikk, robotisering av sentrallager og opplæring av ansatte. Europris utvikler ikke ny teknologi selv, men har investert mye i teknologiske driftsforbedringer. Dette blant annet gjennom deres nye og automatiserte varelager i Moss som skal bidra positivt til selskapets kjøpekraft og lav-kost profil (Europris, 2019, s. 21).

CSR handler om bedriftens samfunnsansvar og hvilke aktiviteter selskapet gjør for å forbedre og ivareta dens samfunnsansvar. CSR i seg selv bidrar ikke nødvendigvis direkte til et selskaps verdiskapning, men det har de seneste årene blitt en faktor som har stor påvirkningsgrad på et selskaps aksjeverdi og er derfor å anse som en pådriver til Europris sin verdiskapning. Europris har en rekke aktiviteter som en del av deres samfunnsansvar. Blant annet jobber de aktivt mot FNs bærekrafts mål nummer 5: Likestilling mellom kjønnene, nummer 8:

anstendig arbeid og økonomisk vekst, nummer 12: ansvarlig forbruk og produksjon, nummer: stoppe klimaendringen og nummer 17: samarbeid for å nå målene (Europris, 2020, s. 30).

Samlet sett kan man si at både infrastrukturen, teknologisk utvikling og CSR er med på å bidra til Europris verdiskapning både direkte og indirekte.

7.1.2 VRIO-analyse

VRIO-analysen gjennomføres for å vurdere hvordan Europris interne ressurser påvirker selskapets konkurransekraft og om ressursene gir selskapet noen konkurransefortrinn. VRIO-analysen er oppsummert i tabell 7.1

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Vanskelig å kopiere	Godt organisert	Påvirkning på konkurransekraft
Omdømme	Ja	Nei	Ja	Nei	Negativ
Ansattes kompetanse	Ja	Ja	Nei	Ja	Nøytral
Samarbeidsavtaler	Ja	Ja	Nei	Ja	Positiv
Lokalisering	Ja	Ja	Nei	Ja	Positiv
Franchisekonseptet	Ja	Nei	Nei	Ja	Nøytral
Tilgang på kapital	Ja	Nei	Nei	Ja	Positiv

Tabell 7.1: Oppsummering av VRIO-analysen

Omdømme

Hvis Europris klarer å utnytte et godt omdømme, kan det være en verdifull ressurs for selskapet. Et godt omdømme kan bygges opp på mange forskjellige måter og det er ingen gitt oppskrift på hvordan en bedrift kan bygge et godt omdømme, noe som gjør ressursen lite imiterbar. Et godt omdømme en ressurs Europris ikke har klart å bygge opp godt nok, blant annet på grunn av sviktende produkter som en flytevest til barn som ikke flyter (NRK, 2019). Hvert år gjennomføres en

undersøkelse gjennom norsk kundebarometer, hvor over 6000 husstander har gitt bedriftsvurderinger. Under segmentet kundetilfredshet får Europris en poengsum på 65,2, og havner under selskaper som Jula med en score på 73,3 og Clas Ohlson med en score på 73,0 (Handelshøyskolen BI, 2020). Dette kan ha negativ påvirkning på selskapet og dens inntjening. Europris burde jobbe mot å snu husstandenes oppfatning av selskapet, for å øke sitt konkurransefortrinn i tiden fremover.

Ansattes kompetanse

Høy grad av kompetanse blant de ansatte kan være en ressurs som er vanskelig å skaffe og ivareta for en aktør i bvu-bransjen, spesielt om man sammenligner bransjen med faghandler. Denne ressursen anses derfor som både sjelden og verdifull innad i bransjen. Hos Europris blir ansatte tilbudt en rekke digitale kurs for å kunne sikre eller spesialisere sin kompetanse innen de ulike varesegmentene (Europris, 2019, s. 46). Ressursen er ikke nødvendigvis noe vanskelig å kopiere, men kan være kostbar. De ansattes kompetanse antas å ha en nøytral påvirkning på selskapets konkurransekraft, ettersom de ansattes kompetanse ikke er dårlig, men heller ikke er like god som den er i faghandler.

Samarbeidsavtaler

Bvu-bransjens konkurranse foregår i stor grad på grunnlag av pris, hvor lave innkjøpspriser er avgjørende for å kunne gjøre det godt i bransjen. Etter at Europris ble medeiere i det svenske selskapet Ôob har de fått oppbygget et godt innkjøpssamarbeid (Europris, 2019, s. 10) Europris og Ôob har nokså likt produktsortiment, noe som gjør at kan benytte seg av felles innkjøp i flere varekategorier. Europris har opsjoner for å kunne kjøpe de resterende 80% av Ôob, men har valgt å utsette innløsningen av opsjonene til 2021 (Europris, 2020, s. 13). Samarbeidsavtaler som dette skaper stordriftsfordeler, og er en viktig ressurs for Europris. Denne ressursen anses som verdifull da det er med på og kutte Europris varekostnader, hvilket er en av selskapets største utgiftsposter. Ressursen kan også anses for å være sjelden, ettersom at det ikke er så mange aktører i bvu-bransjen, hvilket igjen gjør det vanskelig å finne samarbeidspartnere.

Lokalisering

Lokalisering er på mange måter viktig, ikke bare butikkenes lokalisering, men også sentrallager. Europris har over 266 fysiske butikker spredt utover landet, i tillegg til deres egen nettbutikk (Europris, 2020, s. 12). Europris har i dag 187 flere butikker i Norge enn sin hovedkonkurrent Clas Ohlson og hele 245 flere butikker enn Jula. Antall butikker er en viktig og verdifull ressurs for selskapet, ettersom det skaper en sterkere tilstedeværelse rundt om i landet. I tillegg til en strategisk lokalisering av sine varehus har Europris nylig gjennomført store endringer for å skape en enda mer verdifull lokalisering av sitt sentrallager. Kjeden er som nevnt tidligere i en flytteprosess hvor de samler alle de små lagrene rundt om i landet til et større og mer moderne lager i Moss. Denne strategiske lokaliseringen skal bidra til å senke driftskostnadene og økte driftsmarginene til selskapet. (Europris, 2018, s. 12)

Franchisebutikker

I den norske bvu-bransjen er det kun Europris, Biltema og Nille som operer med franchisebutikker, i tillegg til egne. Produktsortimentet og driften av franchisesbutikkene er likt deres andre butikker. Den eneste forskjellene mellom kjedens butikker og franchisebutikkene er at Europris gir franchisetakere rettighet til å bruke kjedens navn og drive butikken under Europris sitt konsept mot en avgift. Franchisebutikker vil vi anse for å være viktig for Europris, ettersom det bidrar til kjedens vekst, men samtidig krever mindre kapitalbinding. Dette skyldes at franchisetakeren tar på seg investeringene. Det burde nevnes at det er knyttet noe risiko til drift av franchise butikken, ettersom kjeden har mindre kontroll, men man kan samtidig anta franchisetakeren har et ønske om å drive lønnsomt både for sin egen del og kjedens.

Tilgang på kapital







Fordelene ved å være børsnotert er mange og den raske tilgangen på kapital kan anses for å være en verdifull ressurs. Tilgang på kapital gir store muligheter og kan benyttes til investeringer som vil bidra til selskapets vekst. En ulempe ved å være børsnotert slik som Europris er at de må gjøre mer informasjon tilgjengelig for allmenheten. Dette kan redusere eller føre til tap av andre konkurransefordeler. Tilgangen på kapital er en ressurs i bvu-bransjen som er sjelden, da det kun er

Europris og Clas Ohlson av aktører i Norge som er børsnoterte. Ressursen er ikke vanskelig å kopiere, da flere av konkurrentene oppfyller kapitalkravene til å noters på børs.

7.2 Ekstern analyse

7.2.1 PESTEL

I dette kapittelet vil vi ta for oss makroøkonomiske faktorer som kan påvirke lønnsomheten til Europris. Tabellen under gir en kortfattet oppsummering av våre hovedfunn.

Relevante makro- og trendfunn			
 Politikk	- Selskapsbeskatning - Avgifter	 Teknologi	- Netthandel - Automatisering
 Økonomi	- Rentenivå - Økonomisk vekst - Husholdningers sparing	 Miljø	- Bærekraftige holdinger - Miljø krav
 Sosiale	- Forbrukertrender - Demografiske forhold	 Regler	- Markedsførings- og arbeidsmiljøloven

Tabell 7.2: Oppsummering av PESTEL-analyse

Politiske faktorer

De politiske faktorene handler om hvordan politiske institusjoner påvirker markedet, gjennom blant annet økonomisk politikk, handelsbarrierer og politisk stabilitet (Fjelstad & Lunnan, 2018, s. 108). Norge kan anses for å ha en stabil politisk situasjon, noe som gir høy forutsigbarhet for selskaper som har drift i landet. Områder som er av særlig interesse for vår analyse er finans-, nærings-, og handelspolitikk. Videre er også miljøpolitikk og norske særavgifter av interesse.

Skattesetastens for bedrifter i Norge er på 22% i 2020. Dette er en reduksjon på 6% siden 2013 (Regjeringen, 2019). Bakgrunnen for denne reduksjonen er et ønske om å gjøre det mer attraktivt å investere i norske arbeidsplasser. Risikoen for at regjering skulle øke disse skattene anses å være lav, ettersom det vil gjøre det mindre attraktivt å investere i Norge og de norske arbeidsplassene.

For Europris har smågodt lenge vært et satsningsområde. Kjeden har også merkevarer innen alkoholfrie drikkevarer. Dette er begge områder som blir påvirket av avgifter. De seneste årene har sukkeravgiften hatt en stabil økning fra 7,81 kroner per kg i 2017 til 8,49 kroner pr kg i 2021 (skatteetaten, 2021). Dette har påvirket Europris negativt, men samtidig opplever regjeringen et stadig økende press om ønsket kutt av sukkeravgiften fra næringslivet, og det er forventet at denne avgiften reduseres noe de nærmeste årene (E24, 2020). Tidligere har også avgiften vært høy på alkoholfrie drikkevarer, men de seneste årene har avgiften blitt redusert fra 3,34 kr per liter i 2017 til 1,82 kr per liter i 2021 (Skatteetaten, 2021), denne reduksjonen har påvirket Europris positivt.

Basert på de stabile politiske intuisjonene, lavere skattesatser, press på nedgang i sukker- og alkoholfri drikke avgift og bedre konkurransevilkår, mener vi de politiske faktorene kan ha en positiv påvirkning på bvu-bransjen fremover.

Økonomiske faktorer

Det er en rekke økonomiske faktorer som kan påvirke bransjen i de nærmeste årene. Vi har valgt å fokusere på rentenivå, økonomisk vekst, husholdningers sparing og valuta.

Norges bank vedtok 12.mars 2020 at styringsrenten skulle settes ned til 1%, kun noen måneder senere ble den ytterligere satt ned til 0% for første gang i Norges historie (Norges Bank, 2020). Redusert styringsrente vil i utgangspunktet stimulere aktiviteten i økonomien, og samtidig øke realinntekten for norske husholdninger. Bakgrunnen for rentenedgangen i 2020 er utelukkende basert på nedgangen i økonomisk aktivitet som følge av Covid-19 og oljeprisfall. En lav styringsrente vil i utgangspunktet ha positiv innvirkning på Europris inntjening.

Bruttonasjonalprodukt er et samlet mål på den økonomiske aktivitet i Norge. Norges BNP har de siste årene hatt en jevn økning, men etter at Covid-19 pandemien inntraff fikk den seg et tilbakeslag og falt med 1,7% (SSB, 2020). Sammenlignet med andre land i EU har Norge 47% gjennomsnittlig høyere BNP, hvilket tyder på at aktivitetsnivået i Norge er godt (SSB, 2020). Dette er også positivt for Europris.

Norske husholdningers sparing har vært nokså stabil de seneste årene, hvor spareraten ha ligget mellom 4,5% til 11,1 % i perioden 2014 til 2019 (Statistisk sentralbyrå, 2020). I 2020 økte spareraten markant, samtidig som konsumet til den norske befolkningen sank. Gjennom 1.kvartal 2020 sparte den norske befolkning 12,7 prosent av inntekten, hvilket er det høyeste nivået som er blitt målt siden 2005. For Europris er dette negativt, ettersom befolkningen velger å spare pengene sine istedenfor å bruke dem i en av Europris sine butikker.

Valuta vil også være en annen sentral økonomisk faktor som kan påvirke bransjen. Dette skyldes at mye av de innkjøpte varene til Europris og deres respektive konkurrenter importeres fra utlandet (Europris, 2020). Handelsvalutaen er i all hovedsak dollar, og derfor vil en depresiering av den norske kronen mot dollaren, føre til lavere lønnsomhet. Det er også sentralt å legge den svenske valutaen til grunn, da deres konkurrenter har majoriteten av sitt geografiske salgsmråde i Sverige. Dersom den svenske kronen svekkes, vil Europris derfor få et bedret konkurransefortrinn, ved høyere marginer enn sine konkurrenter. Dette vil trolig øke likviditeten i aksjen og derved gi større etterspørsel på børsen, noe som gir selskapet mer kapital.

Sosiokulturelle faktorer

En analyse av sosiokulturelle faktorer vil kunne bidra til å avdekke trender i den norske befolkningens atferd og hvordan dette kan påvirke Europris og bvu-bransjen (Fjelstad & Lunnan, 2018, s. 109). Vi har identifisert forbrukertrender som relevante for bransjen.

Forbrukertrender er definert som trender under utvikling innenfor livsstil som påvirker forbrukerens hverdag (Andreassen, Calabretta & Olsen, 2012, s. 42-50). Som en konsekvens av klimaendringene har gjenbrukstrenden vokst frem de seneste årene og det er observert en økt bevissthet blant befolkningen om at bruk-og-kast samfunnet ikke er bærekraftig (Handelsorganisasjonen Virke, 2019, s.90). Dagens forbrukere reflekterer mer enn tidligere over valgene de tar i forbindelse med handel, og spørsmål som «Hvilken betydning har mine valg for miljøet?» og «Er det riktig av meg og handle hos noen som ikke viser samfunnsansvar?» er eksempler på noe forbrukeren tenker over mer enn tidligere (Virke, 2020, s.76). De fleste vil i dag fremstå som ansvarlige og etiske mennesker ovenfor sine

omgivelser. Dette er faktorer som på lengre sikt kan påvirke kundens handlemønster.

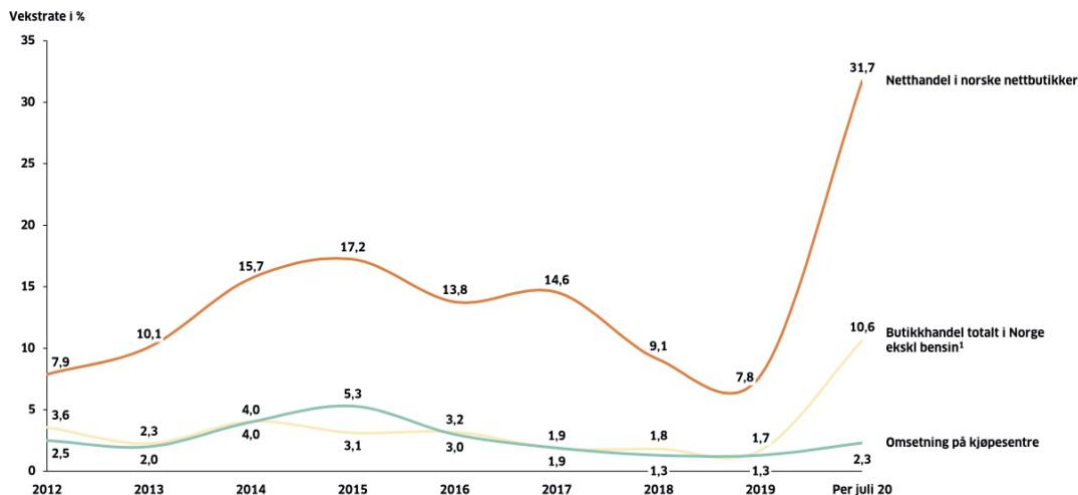
Selv om bærekraft blir mer og mer trendy, betyr ikke dette at folk vil slutte å handle. Omsetningen i bransjen har som nevnt i kapitel 2.3 opplevd en jevn øking og det finnes ingen tall på at vi handler mindre, men på at vi til gjengjeld handler mer bærekraftig.

Vi mener at det økende fokuset på bærekraft kan påvirke bvu-bransjen både negativt og positivt. Europris gjør en rekke tiltak for og opptre både bærekraftig og etisk, samtidig som de jobber mye for å både ta og vise samfunnsansvar (Europris, 2019, s. 37). Ingenting tyder på at forbrukeren vil handle mindre fremover for å opptre bærekraftige. Samtidig er det observert at 8/10 nordmenn ønsker å leve mer bærekraftig enn de gjør i dag (NTB, 2020). Derfor tror vi at det blir viktig for Europris å fortsette og jobbe mot å være en bærekraftig, etisk og samfunnsansvarlig aktør.

Teknologiske faktorer

Teknologiske faktorer omfatter teknologiske trender som innovasjoner, digitaliseringer og investeringer i nye metoder (Fjelstad & Lunnan, s. 109). For bvu-bransjen har det vist seg kritisk å henge med på digitaliseringen. Klarer man ikke og holde seg oppdatert på forbrukernes digitale trender, kan det fort få store konsekvenser. Vi har valgt å se nærmere på netthandel og automatisering, gjennom teknologi.

I Virke rapporten for 2020 fremkommer det at netthandel har hatt en vekst på over 31,7 prosent per juli 2020. Mye av veksten kan knyttes til at nordmenn ikke har benyttet seg så mye av fysiske butikker grunnet Covid-19 pandemien (Virke, 2020, s. 24). Figur 7.2 viser norske nettbutikkers vekst sammenlignet med veksten til butikkhandel.



Figur 7.2: Norske nettbutikkers utvikling (Virke, 2020, s.24)

Det vil være viktig for Europris og henge med på denne trenden og sikre gode nettløsninger, ettersom tallene fra Virke tydelig viser at mye av kundens penger blir brukt via netthandler.

Videre viser også teknologiske innovasjoner og ha stor betydning på bransjen. Et godt eksempel her er Komplet.no som har et fullt robotisert varelager. Etter at de automatiserte sitt varelager har kapasiteten mangedoblet seg og driftskostnadene sunket (E24, 2019). Den nye lagersatsningen til Europris i Moss skal også bidra til kostnadsreduksjoner gjennom teknologiske og automatiserte løsninger på lengere sikt. Det kommer frem i årsrapporten til Europris at deres OPEX (driftskostnader som andel av inntekter) vil falle med mellom 0,75-1,25 prosentpoeng som følger av det nye varelageret i Moss (Europris, 2018, s. 12).

Miljømessige faktorer

Miljømessige faktorer omhandler blant annet hvilken effekt bærekraft, miljø og etiske handlinger har på bransjen (Fjelstad & Lunnan, 2018, s. 109). Hvert år legger Europris frem sin rapport for bærekraft, der selskapet presenterer sin innsats for å bidra til miljøet og etisk drift. Denne rapportert har vist seg og bare bli mer og mer viktig de seneste årene.

Investeringer i sosiale og miljømessige innovasjoner har vist seg å tiltrekke nye kunder og styrke lojaliteten til etablerte kunder. Videre viser det seg også at omsetningen i bærekraftige produkter har steget med over 30% fra 2013 til 2018 (Olsen & Andreassen, 2021). Som rapporten fra Olsen og Andreassen viser, er det tydelig at investeringer i miljø kan bidra til økonomisk vekst for et selskap. Det er viktig at Europris er beviste på trendene og ikke ignorerer miljøkrav, ettersom dette har vist seg å bidra til bedre økonomiske resultater.

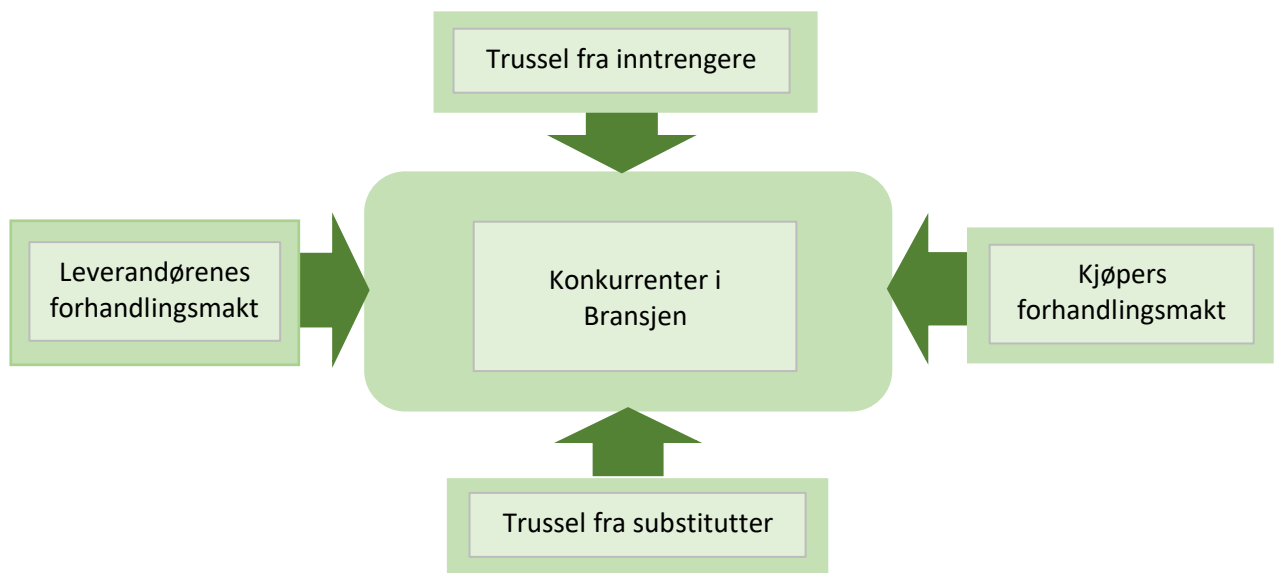
Legale faktorer

Legale faktorer omhandler om å forholde seg til gjeldene lovreguleringer og interessenters rettigheter (Fjelstad & Lunnan, 2018, s. 109).

Brudd på lovverk eller irettesettelser fra forbrukerrådet fører ofte til store medieoppslag og vil trolig påvirke den kortsiktige lønnsomheten og det kortsiktige omdømme til aktøren. For å unngå omdømmetap og økonomiske tap, er det viktig for aktørene i bvu-bransjen å overholde den gitte lovgivingen. Historisk sett har Europris vært flinke til å følge gitt lovgivning, men dette betyr ikke at ting kan endre seg. For Europris er det viktig å være bevist på gjeldene lovgiving og ivareta gitte retningslinjer. På bakgrunn av dette anser vi legale faktorer for å ha en nøytral påvirkning på Europris og bvu-bransjen for øvrig.

7.2.2 Porters fem krefter

Porters fem krefter er et rammeverk som har blitt benyttet for å analysere konkurransekraftene i en bransje. Analysene kan si noe om attraktiviteten til en bransje og noe om hvor eksponert Europris er mot bransjes spesifikke krefter. De fem konkurransekraftene er (1) Trusler fra inntrengere, (2) leverandørens forhandlingsmakt, (3) Kundernes forhandlingsmakt, (4) Trusler fra substitutter, (5) graden av rivalisering (Porter, s.26). En analyse av disse fem kreftene vil videre gi oss et grunnlag til å vurdere hvorvidt bvu-bransjen er et attraktivt marked eller ikke.



Figur 7.3: Porters fem krefter (Fjelstad og Lunan, 2018)

Trusselen fra nye inntrengere i bransjen

Nye aktører i bransjen har som mål å vinne markedsandeler og etablere seg i markedet. Dette kan føre til økt pris press, rettingslinjer for pris og investeringsrate (Porter, 1998, s. 27).

For bvu-bransjen kan nye aktører anses som en trussel, dersom det fører til prisrig som følge av at de nye aktørene setter ned prisene for å etablere seg i bransjen. For å kunne se nærmere på trusselen fra nye inntrengere i bransjen er det naturlig å se nærmere på inngangsbarrierene til bransjen, ettersom dette sier noe om hvor lett eller vanskelig det er for nye aktører å komme inn i bransjen. For å

etablere seg i bvu-bransjen ville et foretak først og fremst foretatt relativt store irreversible investeringer, eller investeringer med lav likvidasjonsverdi. Dette er investeringer som har liten alternativ anvendelse og som i all hovedsak vil gå tapt dersom etableringen ikke lykkes og driften må legges ned (Gjønnes & Tangenes, 2016, s.337). Dette vil være med å avskrekke potensielle inntrengere og vi anser derfor inngangsbarrierer som moderat.

Videre er stordriftsfordeler noe som også påvirker inngangsbarrierene i bransjen. De store etablerte aktørene vil med høyt innkjøpsvolum ha forhandlingsmakt og oppnå lavere innkjøpspriser, som igjen vil gjøre det vanskeligere for nye etableringer å konkurrere på pris. Vi anser derfor stordriftsfordelene i bransjen til å svekke trusselen fra nye inntrengere. Samtidig er det verdt å nevne at butikker som Flying Tiger og Normal klart å etablere seg godt i Norge i bvu-bransjen. Begge disse kjedene operer med mindre butikker størrelsesmessig, men har samtidig et bredt vareutvalg. Begge kjedene har opplevd stor vekst de seneste år (Virke, 2020, s.52). Videre har også netthandelsaktøren Amazon nylig åpnet opp i Sverige (Solgård, 2020). Dette tyder på at de store selskapene rundt om i verden har et ønske om videre vekst i nye geografiske områder. Europris burde være forberedt på potensielle nyetableringer fra store selskaper i Norge.

Oppsummert mener vi at de store inngangsbarrierene og stordriftsfordelene er med å redusere trusselen fra nye inntrengere i bransjen, men samtidig ser vi at mindre aktører som Flying Tiger og Normal har klart og etablert seg godt i bvu-bransjen. Samlet sett er derfor trusselen for nye inntrengere høy.

Trussel fra substitutter

Et substitutt er produkter eller tjenester som kan anses som et alternativ til Europris produkter eller tjenester (Porter, 1998, s. 41). Høy trussel fra substitutter kan være med på å presse lønnsomheten i bransjen ned, da bransjene må konkurrere mot hverandre på pris.

Selskap i bvu-bransjen har åpenbart et bredt vareutvalg og derfor er det rimelig å anse faghandler innen de respektive produkt- og varekategoriene utgjøre substitutter for bransjen. For en kunde som ønsker å handle produkter fra flere varekategorier muliggjør bvu-bransjen at kunden ikke behøver å gå innom flere butikker. Om kunden derimot ønsker kun ett produkt eller har et behov for

fagekspertise vil den kunne besøke en faghandel, fremfor butikker innen bvubransjen. Faghandler innen hvert enkelt produkt er derfor å anse som et substitutt for produktene som virksomhetene i bvubransjen selger, men forretningsmodellen gjør likevel at bransjen differensierer seg fra faghandlene.

Videre er det også store likheter mellom rene netthandelsaktører og bvubransjen. Den største forskjellen mellom bvubransjen og rene netthandelsaktører ligger åpenbart i de fysiske butikkene. Hvis en kunde har et umiddelbart behov for en vare vil fysiske butikker være foretrukket, men hvis kunden har god tid eller ikke at varen ikke er tilgjengelig hos deres lokale butikk vil netthandel være et godt alternativ. På bakgrunn av dette er netthandelsaktører å anse som et relativt nært substitutt for bvubransjen.

Oppsummert anser vi trusselen for substitutter som moderat. Aktørene i bvubransjen er godt rustet til å øke de ansattes kunnskap innenfor produktkategoriene slik at de kan matche faghandler, og de fleste aktørene i bvubransjen har gode nettbutikker som kan likestilles med rene netthandelsaktører.

Kundens forhandlingsmakt

Kunders påvirkningskraft i et konkurransedyktig marked avhenger av deres evne til å forhandle (Porter, 1998, s.41). På samme måte som en leverandør kan påvirke et selskaps lønnsomhet gjennom å øke innkjøpskostnaden, kan kunder påvirke et selskaps lønnsomhet gjennom å få senket prisene (Porter, 1998, s. 41).

Produktene som selges i bvubransjen er lite differensierte, og det er ofte enkelt for kunden finne andre leverandører. Aktørene i bransjen måles også ofte på pris, ettersom varene som selges er nokså standardiserte. Samtidig har digitale prissammenligningstjenester som prisjakt.no gitt kunden gode forhandlingskort og gjort det lettere å finne den billigste leverandøren. Dette er alle argumenter som taler for at kundens forhandlingsmakt er stor.

Samlet sett kan man si at bvubransjens kunder har høy forhandlingsmakt. Dette er en konsekvens av at de ulike produktene som tilbys er lite differensierte, økt prisinnsikt for kunden og kundens prissensitivitet.

Leverandørens forhandlingsmakt

Leverandører står for en rekke kritiske innsatsfaktorer som selskaper etterspør og de har mulighet til å påvirke lønnsomheten til et selskap ved å innføre egne betingelser på samme måte som kunder (Porter, 1998, s. 43). I et så stort konsern som Europris finnes det en rekke leverandører. Siden varekostnader er de største kostnadene til Europris og dens konkurrenter, har vi kun valgt å fokusere på vareleverandørens forhandlingsmakt. Dette betyr at forhandlingsmakten til leverandører av IT-utstyr, lagerstyring, transport og butikklokaler ikke vil bli nærmere analysert.

Varene som blir solgt i bvu-bransjen kan anses for å være lite komplekse og relativt homogene, samtidig som det finnes flere leverandører innenfor hver enkelt varegruppe. Dette er begge faktorer som taler for at leverandører i bvu-bransjen har lav forhandlingsmakt. Videre har også Europris egne merkevarer i sitt varesortiment. Hele 27 % av omsetningen til kjeden kom fra Europris egne merkevarer (Europris, 2019). Dette sier oss at aktørene i bvu-bransjen kan produsere varene selv, hvis leverandørene skulle ta for godt betalt for varene.

Intern rivalisering

Internrivaliseringer dreier seg om konkurranseaktørens intensitet seg imellom og kan ha mange former, som for eksempel: reklame kampanjer, lavere priser, forbedring av produkter og tjenester og nye produkter (Porter, 1998, s. 35).

Konkurranseintensiteten i et marked vil normalt være høy hvis det er et stort antall aktører. Bvu-bransjen domineres hovedsakelig av noen få store kjeder. I Figur 2.3 fra kapittel 2.3 viste det seg at den norske bvu-bransjen har økt sin omsetning betydelig de siste årene. Utover våre tall har også Hovedorganisasjonen Virke presentert at bvu-bransjen er den bransjen i norsk varehandel med høyest prosentvis vekst i antall butikker de seneste årene og omtales av organisasjonen som en vinner bransje innen norsk varehandel (Hovedorganisasjonen Virke, 2020, s.52). Den store veksten og lønnsomheten er trolig en påvirker til økt fremtidig konkurranseintensitet innad i bransjen. En annen faktor som påvirker den interne rivaliseringen, er differensieringene mellom aktørene i bransjen. Europris skiller seg noe ut fra dens hovedkonkurrenter Clas Olson og Jula med at de har en større

satsning på mat og godteri. Samtidig skiller andre aktører som Biltema seg ut med de har et større fokus på verktøy.

På bakgrunn av at det er noe differensiering i bransjen, samtidig som det er et sunt antall konkurrenter i bransjen, vurderes den interne rivaliseringen til å ha moderat innvirkning på bvu-bransjen.

Oppsummering Porters fem krefter

På bakgrunn av analysene av konkurransekraftene i bransjen kan vi konkludere med å si at konkurransen i bransjen er moderat, trusler fra substitutter er lav, trusler fra inntrengere er lav, kundenes forhandlingsmakt er høy og leverandørens forhandlingsmakt er lav.

PORTERS FEM KREFTER	Veldig lav	Lav	Moderat	Høy	Veldig høy
Trusler fra inntrengere				X	
Trusler fra substitutter			X		
Kundens forhandlingsmakt		X			
Leverandørens forhandlingsmakt			X		
Intern rivalisering			X		

Tabell 7.3: Oppsummering Porters fem krefter

7.3 SWOT

Vi benytter SWOT-analysen for å oppsummere funnene som er blitt gjort i de strategiske analysene. Her presenteres blant annet selskapets styrker og svakheter trukket ut fra den interne analysen, samt muligheter og trusler gjort gjennom funn i den eksterne analysen.

Styrker	Svakheter
Sentrallager Strategiske samarbeidsavtaler Tilgang på kapital Omnikanal	Omdømme Uerfaren toppledelse
Muligheter	Trusler
Automatisering Økte stordriftsfordeler Netthandelsvekst	Avgifter Økt rivalisering Redusert konsum

Tabell 7.4: Oppsummering SWOT-analyse

Fra tabell 7.3 ser vi at sentrallageret i Moss, de strategiske samarbeidsavtalene med Ôob, tilgangen på kapital gjennom emisjoner og Omnikanalen er noen av Europris styrker. Fra Norsk Kundebarometer fremkommer det at Europris har et dårligere omdømme enn sine konkurrenter. Sammen med en uerfaren toppledelse, oppfattes dette som svakheter. Muligheter Europris kan benytte seg av er videre automatisering av sentralvarelageret, øke stordriftsfordelene sine samtidig som de fortsetter og ekspandere innen netthandel. Europris burde også være klar over truslene ved sukkeravgift og avgiften for alkoholfrie drikkevarer, økt rivalisering med nykommere som Flying Tiger og Normal. De må også være klar over at norske folk har bærekraftige holdninger, samtidig som spareraten deres er høyere og at dette kan resultere i et redusert konsum.

8. Fremtidsprognoser

I de tidligere kapitlene har vi fokusert på historiske regnskapstall, lønnsomhet, vekst og risiko. I dette kapitlet vil vi endre fokus fra et historisk til et fremtidsrettet syn. Her vil vi utdype hvilke forutsetninger vi har lagt til grunn for prognosen.

Fremtidsprognosen vi har utarbeidet bygger videre på funn fra de tidligere analysene, hvor viktige drivere og strategiske valg er lagt til grunn for ulike forutsetninger. Vi har også her reformulert resultatregnskapet og balansen, ved å skille operasjonelle og finansielle aktiviteter. Dette er gjort for å prognostisere fremtidig inntjening, investering og kontantstrøm. Vi har valgt å belyse kontantstrømmen fordi viktige nøkkeltall som NOPAT, FCFE og FCFE blir videre brukt i den fundamentale verddivurderingen av selskapet.

I tabell 8.1 fremkommer den fremtidige kontantstrømmen vi har utarbeidet for Europris.

KONTANTSTRØM	FREMtidIGE TALL						
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Terminal
NOPAT	833 292	816 110	862 753	928 396	934 471	967 930	726 723
+Avskrivninger	356 707	437 667	525 718	515 021	501 335	547 714	561 395
-/+ endring i driftsrelatert arbeidskapital	- 497 928	- 443 027	43 625	33 880	- 115 435	- 6 548	120
-/+ endring i netto driftsrelatert anleggsmidler	- 442 581	- 422 017	- 832 537	- 579 096	- 717 394	- 882 377	- 720 900
FCFF	249 490	388 732	599 559	898 201	602 978	626 719	567 099
+/- endring i netto finansiell gjeld	775 939	- 109 595	249 167	- 36 076	223 906	255 866	119 963
Finansinntekter	9 400	10 875	9 132	11 786	11 030	11 401	12 478
Finanskostnader	- 114 623	- 136 211	- 134 419	- 154 366	- 144 139	- 151 649	- 164 133
Skattesjold	23 149	27 574	27 563	31 368	29 284	30 855	33 364
Skatt fra tilknyttede selskaper	- 689	- 888	- 572	- 744	- 789	- 822	- 832
FCFE	942 666	180 487	750 430	750 169	722 270	772 369	567 940
-Utbytte	- 269 836	- 683 052	- 725 333	- 748 956	- 669 376	- 754 634	- 554 016
Profitt/(tap) fra tilknyttede selskaper	3 134	4 035	2 602	3 382	3 586	3 736	3 782
Kontantoverskudd	675 964	- 498 530	27 699	4 595	56 480	21 471	17 706
Kontanter i begynnelsen av perioden	540 056	746 019	717 490	745 189	749 784	806 263	827 734
+ Kontantoverskudd	675 964	- 498 530	27 699	4 595	56 480	21 471	17 706
Kontanter i slutten av perioden	746 020	717 489	745 189	749 784	806 263	827 734	845 440

Tabell 8.1: Kontantstrøm estimering

Det er også viktig å påpeke at det er mange ulike måter å designe et fremtidsregnskap. Ettersom vi har utarbeidet komplette resultatregnskap og balanser, vil det rent teknisk oppstå utfordringer. Utarbeidelsen av fremtidsprognosen er basert på egne forutsetninger, hvor flere variabler er knyttet opp mot hverandre. Ved en slik omfattende analyse, kan det dermed oppstå problemer. En undersøkelse av Panko (1998) viste at 90% av større Excel modeller inneholder signifikante feil (Kaldestad & Møller, 2011). Dette gjenspeiles av en krevende analyse med mye informasjon. Dette kan skape en falsk trygghet, hvor antagelser om de fremtidige driverne fort overvurderes.

Vi har videre fokusert på en såkalt «salgsdrevne prognose», hvor prognosen er avhengig av det fremtidige aktivitetsnivået til Europris (Petersen et al., 2017, s. 254). På dette grunnlaget har vi brukt fremtidig omsetning til estimering av de ulike postene. For eksempel er «investeringer i tilknyttede selskap» i prosent av omsetningen i inneværende år.

8.1 Fremtidsprognosens lengde

Det er viktig at fremtidsprognosens lengde er lang nok til at Europris vil nå en stabil økonomisk tilstand (Koller et al., 2020, s. 269-270). Videre er det vanlig å estimere prognosene fra år til år, hvor Koller anbefalte å utarbeide en fremtidsprognose på mellom 10 til 15 år i selskaper som opplever stabil vekst (Koller et al., 2020, s. 270). En fremtidsprognose på 10 til 15 år vil også være krevende å prognostisere individuelle regnskapsposter i for eksempel balansen. Videre har vi valgt en fremtidsprognose som baserer seg på 7 år frem i tid, da vi ønsket like mange regnskapsår som i de historiske beregningene. Ettersom Koller mente at en fremtidsprognose på under 10 år ofte vil undervurdere selskapsverdien, har vi likevel valgt å bruke en fremtidsprognose på 7 år. Dette er basert på at Koller mente at en detaljert analyse på mellom 5 til 7 år også er bra nok ved en verdsettelse (Koller, 2020, s. 270). I fremtidsprognosen har vi utarbeidet en detaljert analyse, hvor alle postene er tatt hensyn til. Dette er gjort for å utvikle komplette resultatregnskap og balanser med så mange koblinger som mulig til reelle variabler (Koller et al., 2020, s. 270). Fremtidsprognosen vil også belyse selskapets konkurransesituasjon og eventuelle konjunkturodringer i økonomien. I og med at vi er i en pandemi som gjør utsiktene for selskapet vanskelig å forutse, vil en kortere lengde på fremtidsprognosen også være mer reelt. På den andre siden vil verdsettelsen være mer avhengig av veksten i terminalverdien.

8.2 Inntekter

Historisk sett har veksten i omsetningen til Europris vært stabil. I perioden under Covid-19 pandemien har Europris hatt en enorm inntektsvekst, med en økning fra 7,2% i 2019 til 28,8% i 2020. Europris skriver at de har blitt positivt påvirket av pandemien, hvor befolkningen har holdt seg hjemme, og stengte grenser til blant Sverige har ført til en stopp i handelslekkasje (Europris 2020). Dette har videre

ført til økt etterspørsel i markedet, hvor Europris var i god posisjon til å dra nytte av dette (Europris, 2020). Europris opererer med lave priser, kombinert med et bredt utvalg av varer som er lett tilgjengelig for forbrukere. Dette gjorde at Europris ble et foretrukket butikknettverk i 2020 (Europris, 2020). En slik vekst antar vi som svært lite sannsynlig når tilstanden normaliseres. I 2021 antar vi at Europris fortsatt vil ha en betydelig økt omsetning, men vil avta til 9,8%. Vi har videre antatt at omsetningen vil normaliseres over tid. Ifølge Norges Bank vil økonomien i sin helhet ha en evigvarende vekst på 2% (Norges Bank, 2020). Vi har på dette grunnlaget estimert en vekst i terminalperioden på 2%.

8.3 Kostnader

Hovedkontoret til Europris ligger i Fredrikstad og i 2019 begynte de arbeidet med et nytt sentrallager i Moss. Det fremkommer i årsrapportene at årene fra 2019 til 2022 vil bli en overgangsperiode, hvor nye rutiner må implementeres i det nye sentrallageret (Europris, 2020). Til nå har Europris operert fra flere distribusjonssentre, hvor de nå skal konsentrere seg om det nye og svært effektive lageret i Moss som er forventet til å være klar i tredje kvartal i 2021 (Europris, 2020).

Ved en effektivisering av distribusjonen til Europris tror vi at selskapet vil drive mer kostnadseffektivt. Ettersom årene fra 2019 til 2020 vil bli en overgangsperiode, tror vi denne effektiviseringer vil forekomme i 2023. Videre fremkommer det fra årsrapporten at avviste paller har gått ned hver måned siden oppstarten i juni same år. Dette kan føre til økt resultat, men vi har likevel valgt å beholde utbytteraten konstant på 60% i prognosene. Det er foreligger derfor ingen ekstraordinære utbyttere i perioden.

I 2019 ble også gjennomføringen av oppkjøpet av ÔoB gjennomført. Europris kjøpte da en aksjeandel av ÔoB på 20 prosent. Videre forekommer det at Europris er i posisjon til å overta de resterende 80 prosentene av ÔoB aksjen. En due diligence prosess er i gang, hvor partene ikke er blitt enige om en mutippel for EBITDA for selskapet, da de resterende aksjepostene blir utregnet i samsvar med denne mutippelen. Videre antar vi at Europris vil lande avtalen om å kjøpe de resterende aksjene, som også er tatt med i fremtidsprognosen. Her benyttet vi samme pris som de måtte betale for de 20 prosentene, noe som medførte en investerings økning på 600 millioner i 2021.

8.4 Eiendeler

I og med at Europris flytter sentrallageret til Moss samtidig hvor salgsveksten vil være avtagende, antar vi at det som lite sannsynlig at selskapet vil gjennomføre nye og store investeringer i fremtiden. Videre tror vi at et redusert varelager som følger av effektiviseringer av det nye sentrallageret, vil forekomme.

8.5 Finansielle eiendeler

Europris signerte en ny låneavtale i desember 2019, hvor refinansieringen skulle være på plass i januar 2020. DNB Bank, Danske Bank og NORDA ble brukt som kredittinstitusjoner, hvor den nye avtalen dekker et treårig lån og revolverende kredittfasilitet med opsjoner på ett år (Europris, 2020).

Etter innføringen av den nye standarden til IFRS 16, skal leasing eiendeler klassifiseres i årsrapporten, noe det tidligere ikke hadde trengt. Leasing poster som bruksmidler er også derfor tatt høyde for i fremtidsprognosen.

9. Verdivurdering

I dette kapittelet skal verdiene legges inn i de anvendte modellene forklart i kapittel 5. Etter de interne analysene, regnskapsanalysen, samt de eksterne analysene har vi dannet nok grunnlag for å estimere verdien av Europris. For å ikke repetere hvordan de anvendte modellene har blitt utført, refereres det tilbake til kapittel 5. Her vil den fundamentale verdien av selskapets egenkapital bli presentert. Dette gjøres for å dele verdien på antall aksjer, for å sitte igjen med en estimert aksjekurs, basert på de forutsetningene vi har lagt til grunn. Estimeringen vil gi en antatt verdi av selskapets aksjer per 31.12.2020. Selskapet hadde på estimeringstidspunktet en bokført verdi av egenkapital på 2,213 milliarder og en markedsverdi av egenkapitalen på 8,456 milliarder. Dette tilsvarer en aksjekurs på 51,10 kroner. Det vil si en handelspris på 3,82 ganger bokførte egenkapitalen. Videre vil verdien av samtlige modeller vil bli belyst, hvor alle verdier til slutt vil bli oppsummert i en tabell.

Dividendemodellen

Den første nåverdimetoden vi benyttet var dividendemodellen. Her har selskapets fremtidige utbytter blitt neddiskontert med avkastningskravet til egenkapitalen

(re). Her har vi som forklart i kapitlet om prognoser, satt en konstant utbyttepolitikk på 60%, da selskapet har dette som et overordnet mål (Europris, 2020). Markedsverdien på egenkapitalen blir med disse forutsetningene på 10,5 milliarder, noe som gir en estimert aksjekurs på 62,91 kroner. Dette tilsvarer en økning på 23,1% fra markedsprisen. Til sammenligning med den bokførte verdien av egenkapitalen, ville da aksjen handlet til 4,75 ganger så mye. Beregningene er vist i tabellen nedenfor.

Dividend discount model	0	1	2	3	4	5	6	7
Dividens	567 885	269 836	683 052	725 333	748 956	669 376	754 634	554 016
Re		6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %
Discount factor		0,94	0,87	0,82	0,76	0,72	0,67	0,63
PV of dividens		252 333	597 316	593 148	572 739	478 681	504 647	
PV of dividens in forecast horizon	2 998 864							
PV of dividens in continuing period	7 505 489							
MVE	10 504 353							
Share price	62,91							

Tabell 9.1: Dividende modellen

Den neste modellen vi anvendte er den kontantstrømsbaserte nåverdimetoden FCFF, ofte referert til som selskapsverdimodellen. Modellen neddiskonterer den frie kontantstrømmen til totalkapitalen med tilhørende avkastningskrav (WACC). Dette gir naturligvis noe høyere estimater, da den beregnes av totalkapitalen. Selskapsverdien endte derfor på 14,19 milliarder. Deretter må man naturligvis trekke fra gjelden for å sitte igjen med markedsverdien av egenkapitalen. Dette gir en estimert markedsverdi av egenkapitalen på 11,38 milliarder, noe som tilsvarer en aksjekurs på 68,2. Dette er en økning på 33,4% fra handelsprisen i markedet per 31.12.2020. Her vil også markedsverdien til egenkapitalen handels på 5,14 ganget den bokførte verdien.

Discounted cash flow model	0	1	2	3	4	5	6	7
FCFF	1 384 529	249 490	388 732	599 559	898 201	602 978	626 719	567 099
WACC		6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %
Discount factor		0,94	0,88	0,82	0,77	0,72	0,67	0,63
PV of FCFF in forecast horizon		233 400	340 209	490 881	687 963	432 057	420 108	
PV of FCFF in forecast horizon	2 604 617							
PV of FCFF in continuing period	11 588 346							
Estimated enterprise value	14 192 964							
NIBD	2 808 686							
MVE	11 384 278							
Share price	68,2							

Tabell 9.2: Selskapsverdi modellen

Som tidligere beskrevet er det sjeldent at et selskap har en konstant gjeldsgrad. Derfor benyttet vi oss også av den kontantstrømsbaserte nåverdimetoden FCFF.

Her neddiskonterer man den frie kontantstrømmen til egenkapitalen med tilhørende avkastningskrav (re). Markedsverdien til egenkapitalen ble estimert til 10,95 milliarder, noe som tilsvarer en aksjekurs på 65,6 per 31.12.2020. Dette resulterte i en økning i aksjen på 28,4%, hvor markedsverdien til egenkapitalen handlet på en multipl på 4,948 mot den bokførte verdien.

Discounted cash flow model	0	1	2	3	4	5	6	7
FCFE	537 307	942 666	180 487	750 430	750 169	722 270	772 369	567 940
Re		6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %
Discount factor		0,94	0,87	0,82	0,76	0,72	0,67	0,63
PV of FCFE		881 521	157 833	613 671	573 667	516 506	516 507	
PV of FCFE in forecast horizon	3 259 705							
PV of FCFE in continuing period	7 694 122							
MVE	10 953 827							
Share price	65,6							

Tabell 9.3: Egenkapital modellen

Etter å ha gjennomført dividendemodellen og to kontantstrømsbaserte nåverdimetoder, valgte vi å benytte oss av den resultat- og balanseførte nåverdimetoden EVA. Her identifiseres selskapets meravkastning, som har blitt presentert som profitten over avkastningskravet på kapitalen bundet opp i selskapet (Dyrnes, 2011). Dette gav en selskapsverdi på 13,312 milliarder. I likhet med selskapsverdimodellen, må man også her trekke fra gjelden til selskapet for å sitte igjen med markedsverdien av egenkapitalen. Derav ender den fundamentale verdien av egenkapitalen opp på 10,5 milliarder, som videre gir en aksjekurs på 62,9 kr. Fra handelsprisen på 51,1 tilsvarer dette en økning på 23,1%. Til sammenligning med de tidligere anvendte modellene foreligger det en markedsverdi av egenkapitalen på 4,745 ganget den bokførte verdien av egenkapitalen.

EVA model	0	1	2	3	4	5	6	7
NOPAT	910 190	833 292	816 110	862 753	928 396	934 471	967 930	726 723
NOA at beginning of period	5 022 294	6 076 096	6 033 474	6 296 667	6 326 862	6 658 356	6 999 566	7 159 191
WACC		6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %
Cost of capital		346 222	418 868	415 930	434 073	436 155	459 007	482 529
EVA		487 070	397 242	446 823	494 323	498 316	508 923	244 194
Discount factor		0,94	0,88	0,82	0,77	0,72	0,67	
PV of EVA		455 658	347 657	365 830	378 619	357 063	341 145	
NOA at beginning of period	6 076 096							
PV of EVA in forecast horizon	2 245 973							
PV of EVA in continuing period	4 989 969							
MVE	13 312 038							
NIBD	-	2 808 686						
MVE	10 503 352							
Share price	62,9							

Tabell 9.4: EVA modell

Den siste nåverdimetoden som er benyttet i denne besvarelsen er relativt lik den forrige, ved at den også har balanseførte verdier som konstantledd. I denne modellen trenger man likevel ikke å trekke fra selskapets gjeld, da den beregner markedsverdien til egenkapitalen direkte. Dette forekommer ved at man neddiskonterer differansen mellom det regnskapsmessige resultatet og den bokførte verdien av egenkapitalen, med avkastningskravet til egenkapitalen (Dyrnes, 2011). Dette ga en markedsverdi på 10,44 milliarder. Med denne markedsverdien ble aksjekursen 62,5, noe som tilsvarer en økning på 22,3%. Her foreligger det også her en markedsverdi på 4,715 ganger den bokførte verdien av egenkapitalen.

Residual income model	0	1	2	3	4	5	6	7
Net earnings	803 624	753 662	721 495	767 059	819 822	833 443	861 450	611 382
Equity at beginning of period	2 213 608	2 697 435	2 735 878	2 777 604	2 848 469	3 012 536	3 119 352	
Re		6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %
Cost of capital		153 541	187 100	189 766	192 661	197 576	208 956	216 365
Residual income model		600 122	534 395	577 292	627 161	635 867	652 494	395 017
Discount factor		0,94	0,87	0,82	0,76	0,72	0,67	
PV of residual income		561 196	467 318	472 086	479 601	454 718	436 343	
Equity at beginning of period	2 213 608							
PV of RI in forecast horizon	2 871 262							
PV of RI in continuing period	5 351 469							
MVE	10 436 339							
Share price	62,5							

Tabell 9.5: Residual inntekter

Som tidligere beskrevet, skal alle modellene i teorien gi det samme estimatet, likevel er dette vanskelig i praksis. Det er derfor valgt å beregne gjennomsnittet av de estimerte markedsverdiene, for å finne en estimert aksjekurs per 31.12.2020. Tabellen viser derfor til en gjennomsnittlig markedsverdi av egenkapitalen på 10,756 milliarder, med tilhørende aksjepris på 64,4 kroner. Med dette estimatet vil det derfor på vurderingstidspunktet foreligge en økning på 26,1% fra kursen på 51,1 kroner. Den fundamentale verdien av selskapets egenkapital er derved 26,1% høyere enn markedsverdien per 31.12.2020.

Valuation models	31.12.2020
DDM	10 504 353
FCFF	11 384 278
FCFE	10 953 827
EVA	10 503 352
RI	10 436 339
Mean	10 756 430
Share price	64,4

Tabell 9.6: Oppsummerings modell

Relativ verdsettelse

Nedenfor er det lagt ved en illustrasjon av en relativ verdsettelse, basert på de bukte multiplene P/E og P/B. Konkurrentene som har dannet grunnlaget for multiplene er; Target, Walmart, Big Lots og Clas Ohlson. Den gjennomsnittlige pris til fortjeneste lå på 18,25, noe som medførte en markedsverdi av egenkapitalen til Europris på 14,664 milliarder. Gjennomsnittsverdien av pris til den bokførte egenkapitalen endte på 4,25. Ved anvendelse av multippelen endte markedsverdien av egenkapitalen opp på 9,4 milliarder. De to estimerte multiplene medførte derved en markedsverdi av Europris sin egenkapital på 12,03 milliarder. Dette gir en aksjekurs på 72,1, noe som betyr økning på 41% fra handelsprisen per 31.12.2020 og 11,9% økning fra den estimerte aksjekursen i nåverdimetodene.

Multipler	Target	Walmart	Big lots	Clas Ohlson	Gjennomsnitt	Markedsverdi
P/E	18,12	32,89	8,37	13,61	18,2475	14 664 129
P/B	7,52	5,1	1,67	2,7	4,2475	9 402 300
Gjennomsnitt						12 033 214
Pris per aksje						72,1

Tabell 9.7: Multipler

For å ikke utføre en analyse som ikke har substans i resten av verdsettelsen, er det valgt å ikke inkludere denne i det endelige verdiestimatet, da de gitte selskapene ikke oppfyller de 3 faktorene som beskrevet i kapittel 5.1.4 (Koller et al., 2020, s 404). Likevel gir dette en viss pekepinn på hvordan markedsverdien ville sett ut tatt de valgte konkurrentene i betraktning.

10. Usikkerhetsbetraktninger

10.1 Sensitivitetsanalyse

I en verdsettelse burde det alltid bli foretatt en sensitivitetsanalyse, som ser på endringseffekten av å justere sentrale verdidrivere (Petersen et al., 2017, s. 334). Denne besvarelsen har utført sensitivitetsanalyser på den estimerte aksjekursen, basert på endringer i egenkapitalens avkastningskrav og terminalveksten. Det har av den grunn også blitt utført en sensitivitetsanalyse på egenkapitalens avkastningskrav ved endringer i beta-verdier og markedsavkastningen.

Sensitivitet i estimert aksjekurs		Egenkapitalens avkastningskrav						
	64,4	5,4 %	5,9 %	6,4 %	6,9 %	7,4 %	7,9 %	8,4 %
Vekst i terminalperioden	0,50 %	56,2	55,4	54,7	54,0	53,6	53,1	52,7
	1 %	59,5	58,5	57,6	56,9	56,4	55,9	55,4
	1,50 %	63,4	62,2	61,2	60,3	59,7	59,1	58,6
	2 %	68,2	66,7	65,5	64,4	63,7	63,0	62,5
	2,50 %	74,3	72,2	70,7	69,5	68,6	67,8	67,2
	3 %	82,2	79,4	77,4	75,8	74,7	73,8	73,1
	3,50 %	93,0	88,8	86,0	83,9	82,6	81,5	80,6

Tabell 10.1: Sensitivitetsanalyse av estimert aksjekurs

Som tidligere nevnt har vi benyttet en terminalvekst på 2% og et avkastningskrav på egenkapitalen på 6,9%. Som vist i det uthevede feltet gir dette en gjennomsnittlig aksjekurs på 64,4 kroner. Analysen har benyttet 0,5 prosentpoeng justering, for å illustrere virkningen av aksjekursen med den respektive terminalveksten og avkastningskravet. Her henvises de røde cellene til en aksjekurs lavere enn vårt estimat, og motsatt i de grønne cellene. Eksempelvis vil ett negativt justeringsintervall (det vil si et avkastningskrav på 6,4% og en terminalvekst på 1,5%) føre til en aksjekurs på 61,2 per 31.12.2020. Dette tilsvarer en reduksjon på 4,97 % i den estimerte aksjekursen. Hovedårsaken til at det er benyttet avkastningskravet til egenkapitalen er at tre av de totalt fem modellene benytter egenkapitalens avkastningskrav. Samtidig spiller også re inn på totalkapitalkostnaden, som de andre modellene benytter.

Ettersom avkastningskravet til egenkapitalen spiller en sentral rolle for sensitiviteten i aksjekursen, vil det være sentralt å foreta en sensitivitetsanalyse på faktorene som påvirker re. I denne analysen vil vi se på hvordan endringer i egenkapital-beta og markedsavkastningen påvirker egenkapitalens avkastningskrav. I likhet med den forrige analysen vil det også her benyttes et

justeringsintervall på 0,5 prosentpoeng i markedsavkastningen. Beta-verdiene som er benyttet vil til gjengjeld være referert til som de årlige historiske verdiene, justert etter Blumes justeringfaktor.

Sensitivitet i egenkapitalens avkastningskrav		BETA						
Markedsavkastning	6,936 %	0,45	0,67	0,69	0,72	0,78	1,04	1,11
	7,53 %	4,2 %	5,5 %	5,6 %	5,8 %	6,2 %	7,8 %	8,2 %
	8,03 %	4,4 %	5,8 %	6,0 %	6,2 %	6,6 %	8,3 %	8,8 %
	8,53 %	4,7 %	6,2 %	6,3 %	6,6 %	7,0 %	8,8 %	9,3 %
	9,03 %	4,9 %	6,5 %	6,6 %	6,9 %	7,4 %	9,3 %	9,9 %
	9,53 %	5,1 %	6,8 %	7,0 %	7,3 %	7,8 %	9,9 %	10,4 %
	10,03 %	5,3 %	7,2 %	7,3 %	7,7 %	8,2 %	10,4 %	11,0 %
	10,53 %	5,6 %	7,5 %	7,7 %	8,0 %	8,6 %	10,9 %	11,5 %

Tabell 10.2: Sensitivitetsanalyse av egenkapitalens avkastningskrav

I likhet med den første sensitivitetsanalysen vil de røde tallene referere til lavere avkastningskrav, mens de grønne motsatt. Eksempelvis vil ett justeringsintervall

Rm	Beta	Re	Estimert Kurs	%-vis endring
7,53 %	0,4536	4,2 %	109,3	69,7 %
8,03 %	0,6680	5,8 %	75,1	16,6 %
8,53 %	0,6864	6,3 %	69,6	8,0 %
9,03 %	0,7242	6,9 %	64,4	0,0 %
9,53 %	0,7834	7,8 %	58,8	-8,7 %
10,03 %	1,0422	10,4 %	49,1	-23,8 %
10,53 %	1,1121	11,5 %	46,6	-27,7 %

Tabell 10.3: Sensitivitetsanalyse av beta og markedsavkastning

oppover i begge variablene, tilsvarende 0,78 i betaverdi og 9,53%

markedsavkastning medføre en aksjekurs på 58,8 kroner per 31.12.2020. Det vil si en nedgang på 8,7% fra våre estimater

(ref. til tabellen 10.3 for flere

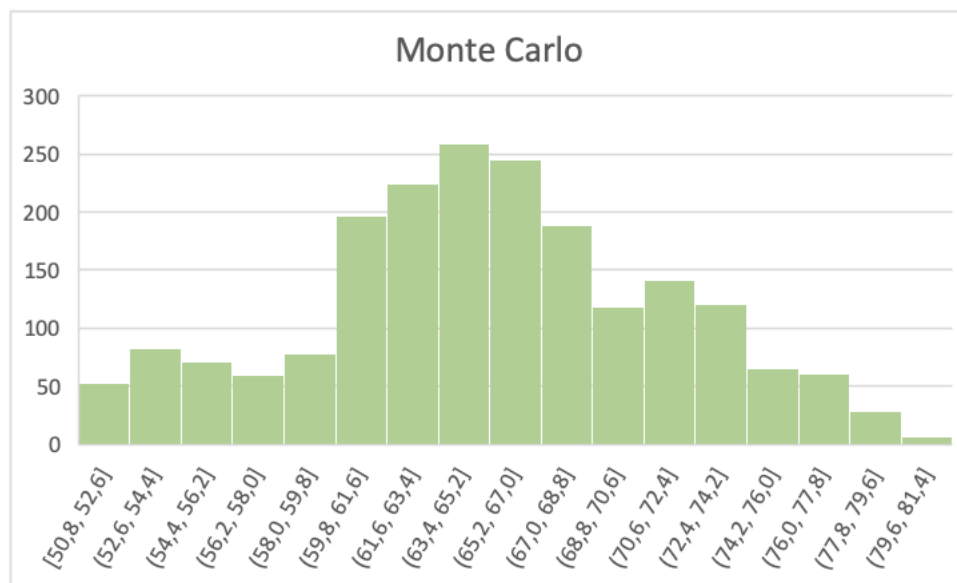
beregninger). Det er også verdt å

bemerk seg at den risikofrie renten holdes konstant i denne sensitivitetsanalysen. Som illustrert tyder dette på at verdsettelsesmodellene er sensitive for endringer i nevnte faktorer, da avkastningskravet på egenkapitalen, samt totalkapitalen spiller en svært sentral rolle i estimeringen av markedsverdien av egenkapitalen, og derved også aksjeprisen.

10.2 Monte Carlo

Vi har i denne besvarelsen gjennomført en Monte Carlo simulering for å kartlegge hvordan aksjekursen påvirkes av dens volatilitet. Monte Carlo kan i utgangspunktet ses på som et synonym for tilfeldighet (Mun, 2010, s. 82). Monte Carlo simulering er derfor simuleringer som utvikler seg helt tilfeldig, gitt volatiliteten som er lagt til grunn. I denne simuleringsanalysen har vi valgt å benytte de ukentlige svingningene fra 2018 til 2020, som grunnlag. Dette medførte en ukentlig variasjon på 0,88 %. Bakgrunnen for dette forklares av aksjens likviditet, ved at handelsvolumet er veldig lavt før 2018. Dersom samtlige år fra børsnoteringen hadde vært inkludert, hadde dette gitt veldig liten volatilitet

(0,16%), og derved også lite avvik på simuleringene. Det er forøvrig valgt å benytte konstant avkastningskrav og terminalvekst, da det er den gjennomsnittlige estimerte aksjekursen som er konstantleddet i beregningene. Metoden involverer komplekse systemer, hvor det garanterer asymptotisk korrekt prøvetaking av en sannsynlighetsfordelingsfunksjon ved å utføre tilfeldige turer i det mange dimensjonale konfigurasjonsområdet til problemet (Mun, 2010, s. 82). Utfallet ved simuleringene blir presentert i histogrammet nedenfor.



Figur 10.1: Monte Carlo

Vi valgte å gjennomføre 2000 simuleringer, som fordelt slik histogrammet illustrerer. Fordelingen strekker seg fra det nedre intervallet på 50,8 til det øvre på 81,4 kroner per aksje. Her identifiseres det at majoriteten av simuleringene fikk en estimert aksjekurs mellom 59,8 og 68,8 kroner, hvor den største andelen tilhørte intervallet 63,4 og 65,2 kroner. Dette indikerer verdier nært vårt endelig estimat på 64,4, noe som vil si at simuleringene er av relevans for besvarelsen. I samsvar med få ekstreme estimater, kan dette tolkes som at det foreligger liten usikkerhet tilknyttet en investering i Europris. Avslutningsvis skal det nevnes at simuleringene kan tolkes som en forsterket sannsynlighet for at aksjen er underpriset. Dette støtter opp våre andre analyser.

10.3 Scenario analyse

Ved å referere tilbake til kapittel 5 om konsistensbetingelser, forklares det at en verdsettelse baserer seg på en rekke antagelser, da man ikke kan predikere fremtiden (Koller et al., 2020, s. 382). Etter å ha gjennomført en sensitivitetsanalyse på sentrale verdidrivere for å se hvordan aksjekursen påvirkes, vil det også være sentralt å se på ulike scenarioer for den fremtidige inntjeningsnivåen til Europris. Her benytter vi Bull (god utvikling), Bear (svak utvikling) og base case, hvor sistnevnte naturligvis er vårt forventet scenario. Vi har valgt å benytte dividendmodellen på alle scenarioene, hvor både avkastningskrav og terminalveksten er lik. Det eneste som er endret er omsetningsveksten og kostnadsstyringen.

Base case

Base casen vil i all hovedsak beskrives av hele analysen, og derfor vil det her kun gjennomføres en rask repetisjon av de estimerte nøkkeltallene. I dividendmodellen estimerte vi den fundamentale verdien av selskapets egenkapital til 10,5 milliarder. Dette ga en aksjekurs på 62,91, noe som tilsvarer en økning på 23,1% fra hva den handles for per 31.12.2020. Nedenfor vil vi belyse dividendmodellen som ble benyttet basert på prognosene. Videre vil bull og bear henvises til denne, for å se differansen av de ulike scenarioene.

Dividend discount model	0	1	2	3	4	5	6	7
Dividens	567 885	269 836	683 052	725 333	748 956	669 376	754 634	554 016
Re		6,94 %	6,94 %	6,94 %	6,94 %	6,94 %	6,94 %	6,94 %
Discount factor		0,94	0,87	0,82	0,76	0,72	0,67	0,63
PV of dividens		252 333	597 316	593 148	572 739	478 681	504 647	
PV of dividens in forecast horizon	2 998 864							
PV of dividens in continuing period	7 505 489							
MVE	10 504 353							
Share price	62,91							

Tabell 10.4: Dividend Modell 1

Bull case

I dette scenarioet antar vi i likhet med base case at 2021 blir et godt år med en inntektsvekst på 10%. Videre stabiliserer inntekten seg midlertidig noe høyere, på 5% i resten av prognoseårene før den går ned til 2% i terminalperioden, da dette er den langsiktige vekstraten til økonomien som helhet (Kinserdal, 2017). Videre er også EBITDA margin noe høyere, ved at selskapet har klart å kutte de driftsrelaterte kostnadene. Siden Europris har en utbyttepolitikk på 60%, er dette også valgt å benytte samme raten i dette scenarioet. Den største endringen

forekommer i at selskapet ikke kjøper opp Runsvengruppen i 2021, noe som indikerer mer kontanter til utbytte. Nedenfor vises hvordan dividendemodellen vil se ut med de gitte endringene. Dette gir en markedsverdi av egenkapitalen på 12,8 milliarder, noe som tilsvarer en aksjekurs på 77 kroner. Dette er en økning på 50% fra handelsprisen per 31.12.2020, og 21,9% høyere enn vår estimerte aksjekurs på 62,9 kroner, ved bruk samme modell.

Dividend discount model	0	1	2	3	4	5	6	7
Dividens	567 885	599 396	604 818	609 087	661 844	718 388	749 328	765 036
Re		6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %
Discount factor		0,94	0,87	0,82	0,76	0,72	0,67	0,63
PV of dividens		560 517	528 902	498 087	506 124	513 730	501 098	
PV of dividens in forecast horizon	3 108 458							
PV of dividens in continuing period	9 692 014							
MVE	12 800 472							
Share price	77							

Tabell 10.5: Dividend Modell 2

Bear case

I dette scenarioet vil i motsetning til bull og base case, inntektsveksten synke 10% i 2021, før den stabiliserer seg på 2% resterende periode. Samtidig er de driftsrelaterte kostandene også noe høyere, ved å justere ned EBITDA-margin. I dette tilfelle går selskapet i all hovedsak tilbake og stabiliserer seg forholdsvis likt som tidsperioden 2016 til 2018. Ved å beregne gjennomsnittlig aksjekurs i samme periode, blir den 33 kroner. Som vist nedenfor, vises det til hvordan dividendemodellen hadde sett ut med de gitte forutsetningene. Her vil markedsverdien av egenkapitalen være 5,277 milliarder, noe som gir en aksjekurs på 31,61 kroner per 31.12.2020. Dette er en reduksjon på 38,1% fra handelsprisen og 49,8% nedgang fra den estimerte verdien i base case.

Dividend discount model	0	1	2	3	4	5	6	7
Dividens	567 885	407 208	380 807	401 955	432 668	419 722	418 039	262 389
Re		6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %
Discount factor		0,94	0,87	0,82	0,76	0,72	0,67	0,63
PV of dividens		380 796	333 009	328 702	330 868	300 150	279 555	
PV of dividens in forecast horizon	1 953 080							
PV of dividens in continuing period	3 324 134							
MVE	5 277 214							
Share price	31,61							

Tabell 10.6: Dividende modell 3

For å se hvilken effekt de ulike scenarioene har på avkastningen på investert kapital, samt egenkapitalavkastningen er disse oppsummert i tabellen nedenfor.

For ordenskyld er det også lagt ved den estimerte aksjekursen, samt endringen fra handelsprisen per 31.12.2020.

Periode (2021-2027)	Bull	Base	Bear
Avkastning på investert kapital	19,3 %	13,7 %	12,3 %
Avkastning på egenkapitalen	34 %	27,0 %	18 %
Aksjekurs	77	62,91	31,61
%vis endring per 31.12.2020	50,0 %	23,1 %	-38,1 %

Tabell 10.7: Bull, Base og Bear illustrasjon

11. Drøfting av analyseresultatene

Etter å ha gjennomført ulike verdsettelsesmodeller, estimerte vi en markedsverdi på egenkapitalen på 10,756 milliarder, noe som tilsvarer en pris på 64,4 kroner per aksje. Som tidligere nevnt skal nåverdimetodene i teorien gi samme verdi, noe som vanskelig lar seg gjøre i praksis. Standardavviket mellom nåverdmodellene endte på 2,44 kroner per aksje. På bakgrunn av denne variasjonen vil verdierestimatet derfor bygges på et gjennomsnitt fra de anvendte modellene. Det har også blitt lagt ved en relativ verdsettelse, men på bakgrunn av manglende oppfyllelse av ønskede kriterier, er ikke denne inkludert i gjennomsnittsberegningen. Det er derfor tatt en forutsetning på at det er nåverdmodellene det legges vekt på, grunnet mer omfattende analyser og økonomisk forankring, til tross for at denne metoden baseres noe mer på subjektive oppfatninger.

Gjennom de strategiske analysene våre kom vi frem til at Europris har en relativt god konkurranseposisjon innad i bvu-bransjen. Gjennom styrkene nytt sentralvarelager, strategiske samarbeidsavtaler, tilgangen på kapital og deres omnikanal, mener vi Europris har opparbeidet seg et solid konkurransefortrinn som styrker deres posisjon. Videre har selskapet noen svakheter, som en uerfaren ledelse og et svakt omdømme. Dette er faktorer de burde være klar over. En forbedring av disse to faktorene vil ytterlig styrke deres konkurranseposisjon. Når vi har sett på eksterne forhold som påvirker Europris, kan vi konkludere med at fremtiden ser positiv ut. Ingenting tyder på at selskapsbeskatningen eller aktuelle avgifter skal øke. Videre burde Europris være klar over den økende trenden innen bærekraftig handel og husholdningers sparing. Andre eksterne forhold som Europris burde forbedre seg på er nye inntrengere i bransjen. Det har blitt

observerte nye aktører innad i bvu-bransjen i Norge, samtidig som Amazon nylig har etablert seg i Sverige.

Denne besvarelsen har også tatt for seg en grundig regnskapsanalyse, ved å sammenligne en rekke nøkkeltall med Europris sine hovedkonkurrenter og bransjen som helhet. Denne analysen, i tråd med de strategiske analysene har dannet grunnlag for Europris sin bransjeoposisjon. Her identifiseres det at Europris i gjennomsnitt leverer bedre rentabilitets-, likviditets- og soliditetstall enn bransjen som helhet i samtlige beregninger, sett bort ifra likviditetsgrad 2. Her leverer de til gjengjeld bedre enn sine konkurrenter. Europris har videre levert bedre avkastning på investert kapital, både før og etter skatt enn sine hovedkonkurrenter. Det samme gjelder forøvrig avkastningen på egenkapitalen. Setter man de to sistnevnte faktorene opp mot avkastningskravene til totalkapitalen og egenkapitalen, viser det at Europris har levert meravkastning på sine bokførte verdier i samtlige år siden børsnoteringen. Her refereres det til EVA (Economic value added) og RI (Residualinntekt), som videre har dannet grunnlag for verdsettelsen.

Denne besvarelsen har benyttet nåverdimetodene; dividendemodellen, FCFE, FCFE, EVA og RI. Det er valgt å benytte fem ulike nåverdiodeller, da de har forankring i ulike estimater. Førstnevnte baserer seg på det fremtidige utbytte til selskapet og ga en estimert aksjekurs på 62,91. Videre baserer de to neste modellene seg på kontantstrømmen, og ga estimert pris på henholdsvis 68,2 og 65,6 kroner per aksje. De siste anvendte modellene tar som nevnt for seg meravkastningen på de bokførte verdiene. Dette ga aksjekursen på henholdsvis 62,9 og 62,5 kroner. Det er viktig å presisere at det er benyttet konstant avkastningskrav og terminalvekst. Avkastningskravene har blitt utformet gjennom en konstant risikofri rente og en justert beta-verdi gjennom Blumes justeringsmodell.

For å se effekten av modellenes parametere har vi foretatt flere sensitivitetsanalyser. Her belyses det hvilken effekt ulik markedsavkastning og betaverdier vil resultere i forskjellige avkastningskrav. Videre er det deretter belyst til hvilken grad avkastningskravet påvirker den estimerte aksjekursen. Her kan estimatene tolkes som at det anvendte avkastningskrav vil ha lite utslag ved

endring. Her foreligger det et standardavvik på 2,06 kroner per aksje ved justere avkastningskravet opp og ned 1,5%. Til gjengjeld vil en endring på +/- 1% i både terminalveksten og avkastningskravet midlertidig gi høyere sensitivitet, med et standardavvik på 7,06 kroner per aksje.

Avslutningsvis har det blitt foretatt en Monte Carlo-simulering, samt ulike scenarioanalyser for å se utfall av den fundamentale verdien per 31.12.2020. Førstnevnte ble gjort for å se endringen i den estimerte aksjekursen, tatt dens volatilitet i betraktning. Her ble det utført 2000 simuleringer, med den gjennomsnittlige ukese-baserte volatiliteten som grunnlag. Her ble det identifisert få ekstreme estimater, hvor majoriteten av de tilfeldige simuleringene endte i intervallet 59,8 til 67 kroner per aksje. Dette funnet kan tolkes som en styrket sannsynlighet for vårt endelige verdiestimat. Samtidig er det viktig i en verdsettelse å utelukke mest mulige subjektive oppfatninger, da disse kan skape støy i den estimerte markedsverdien. Derfor utførte vi en scenarioanalyse basert på enten bedre eller dårligere estimater enn først antatt. Tolkningen av denne analysen tydet på at aksjekursen ville endt på 77 kroner i det beste tilfellet og 31,6 kroner i det verste tilfellet. Dersom både bull og bear hadde trukket i begge retninger og landet nøyaktig i midten ville derfor aksjekursen endt på 54,13 kroner. Dette indikerer funn nærmere vårt endelig estimat, med en noe mer moderat økning fra hva den handels for per 31.12.2020.

12. Kritikk av analysen

Gjennom hele oppgaven har vi forsøkt å tydeliggjøre de delene vi mener inneholder svakheter, og som er kritikkverdige. I dette kapittelet ønsker vi uansett å summere hva vi mener er kritikkverdig i analysen.

I arbeidet med oppgaven har vi etter beste evne vært nøytrale og hatt et åpent syn. Vi har videre vært kritiske til kilder og empiri, ved deres anvendelse av formler, begreper og uttalelser. I delkapittel 4.1 belyste vi forberedelsesfasen om hvordan vi skulle gjennomføre oppgaven. Her ligger det sentralt å utarbeide en grundig forståelse rundt selskaper man ønsker å verdsette, og derav deres konkurrenter. Som

oppgaven belyser, er få av konkurrentene til Europris børsnotert, dette har gjort det vanskelig å gjennomføre en relativ verdsettelse som er i tråd med den opprinnelige verdsettelsen av selskapet.

I estimeringen av egenkapitalbetaen, er formålet å finne den systematiske risikoen i selskapet. I beregningen har vi brukt ukentlige avkastninger sammenlignet med markedet. Videre vil en mer hyppig frekvens som daglige avkastningskrav gi et annet utfall. Dette ville også hatt en innvirkning på markedets risikopremie. I og med at det finnes svært få modeller for å regne ut fremtidig risikopremie, har vi estimert premien som den akkumulert avkastning gjennom perioden fra 2015 til 2020. I likhet med beregning av egenkapitalbeta, er det også her brukt ukentlig avkastninger for å så gjøre det om til årlig avkastning. Flere teoretikere mener at en markedspremie skal ideelt sett ligge mellom 5 og 6 prosent. Dette avviker med våre analyser, ettersom vi har estimert en høyere risikopremie.

Videre er den risikofrie renten også basert på egne antagelser om det fremtidige rentenivået i Norge. Ved en antagelse om et økt rentenivå, har vi estimert en høyere risikofri rente enn hva den ligger på i dag.

Som nevnt i kapittel 5, har vi brukt kapitalverdimodellen som prisingsmodell for egenkapitalens avkastningskrav, hvor vi bruker alle de overnevnte parameterne i beregningen. Ettersom alle de overnevnte parameterne påvirker avkastningskravet til egenkapitalen, vil en feilvurdering av disse utgjøre en stor forskjell i den fundamentale verdsettelsen av Europris.

Videre er det brukt fremtidige diskonteringsfaktorer ved bruk av totalkapitalens avkastningskrav og egenkapitalens avkastningskrav. Ved estimeringen av rentekostnad (rg) har vi brukt selskapets rentesats. Ved å estimere kostnaden ved å dele rentekostnader på netto rentebærende gjeld, ville vi fått et høyere avkastningskrav. Som nevnt i delkapittel 5.2.2 vil et høyere avkastningskrav gi en lavere selskapsverdi, og et lavere avkastningskrav gi en høyere selskapsverdi. Med andre ord vil en feilestimering av disse utgjøre en stor forskjell i verdivurderingen av selskapet.

Videre har vi regnet markedsverdien gjennom ulike nåverdimodeller. Dette baserer seg på en rekke antagelser og forutsetninger om fremtidig vekst, og må ikke tolkes som en fasit. Modellene er dermed preget av de ulike forutsetningene vi har satt, som videre kan medføre store utslag på verdsettelsen.

Ettersom vi har verdsatt Europris til den 31.12.2020, har det forekommet hyppige nyhetsartikler og offentlig informasjon rundt selskapet. Dette har gjort at vi har hatt muligheten til å se hvordan selskapet har utviklet seg siden 31.12.2020. Dette kan ha gitt ubevisste insentiver ved å gå fra et objektivt til et subjektivt syn, selv om vi hele tiden har prøvd å forholde oss objektive.

Det er kun Clas Ohlson av de sammenlignbare selskapene som er notert på børs, noe som har medført mindre og svakere rapporteringer. Det er derfor begrenset tallmateriale, noe som blant annet har svekket sammenligningene i regnskapsanalysen. Vi ville også ha foretatt flere analyser dersom mer informasjon var tilgjengelig. Dette inkluderer blant annet en fullverdig relativ verdsettelse. For å illustrere effekten av en objektiv verdivurdering, er det derfor benyttet mindre sammenlignbare selskap. De gitte verdiene burde av den grunn anses som av mindre god kvalitet.

Utarbeidelsen av oppgaven er skrevet på grunnlag av offentlig tilgjengelig informasjon, uten noen form for intern innsikt i konsernet. Videre ville en intern innsikt gitt bedre grunnlag for analyse og valg metoder hvor sentrale nøkkeltall blir anvendt.

13. Konklusjon

Oppgavens problemstilling var å estimere den fundamentale verdien av aksjene til Europris ASA, per 31.12.2020. Samtidig har vi hatt en del-problemstilling hvor vi skal gi en handelsanbefaling til en fiktiv investor. Basert på våre modeller og analyser, kan vi konkludere med at Europris er underpriset i markedet. Funnene våre tilsier at Europris har forutsetninger for å levere en høy omsetning og derav en solid verdi til deres aksjonærer.

Nåverdimodellen resulterte i en estimert markedsverdi av egenkapitalen på 10,756 milliarder. Dette tilsvarer en estimert aksjekurs på 64,40 NOK. Tatt disse verdiene i betraktning, vil en fiktiv investor ha en potensiell oppside på 26,1% fra handelsprisen per 31.12.2020. Det foreligger derfor en kjøpsanbefaling til den fiktive investoren.

14. Litteraturliste

Andreassen, T., Calabretta, G., & Olsen, L. (2012). *Trend spotting*. *Magma*, 42-50.

<https://www.magma.no/trend-spotting>

Barney, J (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage (vol.17. No1, 99-120). CA: Sage Publications

Blume, M.E. (1975) Betas and Their Regression Tendencies. *The Journal of Finance*, Volume 30, Issue 3, 785-795.

Boye, K. (2007). *Rabatt ved omsetning av aksjer i ikke-børsnoterte selskaper*. *Praktisk økonomi og finans*. Idunn, 23.

<https://www-idunn>

[no.ezproxy.library.bi.no/pof/2007/03/rabatt ved omsetning av aksjer i ikke-børsnoterte selskaper](https://www-idunn.no.ezproxy.library.bi.no/pof/2007/03/rabatt_ved_omsetning_av_aksjer_i_ikke-borsnoterte_selskaper)

Bøhren, Ø., Michalsen, D. (2012) *Finansiell økonomi: Teori og praksis* (4.utg. ed.). Bergen: Fagbokforlaget

Bøhren, Ø., Michalsen, D., & Norli Ø. (2017) *Finans: Teori og praksis*. Bergen: fagbokforlaget.

Clas Ohlson ASA. (2017). *Annual Report 2017*.

https://about.clasohlson.com/globalassets/investor/reports-and-presentations/reports-presentations-eng/201718/clas-ohlson-annual-report_2017-18linked2.pdf

Clas Ohlson ASA. (2019). *Annual Report 2019*.

<https://about.clasohlson.com/globalassets/investor/reports-and-presentations/reports-presentations-eng/201920/clas-ohlson-annual-and-sustainability-report-2019-20.pdf>

Damodaran, A. (2010) *The Dark Side of Valuation* (2th ed.). New Jersey: Pearson Education Inc.

Damodaran, A. (2012) *Investment valuation* (3rd university ed.) Hoboken, N.J: John Wiley & Sons

Dyrnes, S. (2011) Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper. I T. Bråthen (Red.) *Moderne forretningsjus II*. Bergen: Fagbokforlaget

Dyrnes, S. (2011). *RIB-B og RIB-E – bedre verdsettelsesmodeller*. *Praktisk økonomi og finans*. Idunn, 27.

<https://www-idunn-no.ezproxy.library.bi.no/pof/2011/02/art10>

Europpris ASA. (2015). *Annual Report 2015*

<https://investor.euopris.no/financials/annual-reports/default.aspx>

- Europris ASA. (2016). *Annual Report 2016*
<https://investor.europris.no/financials/annual-reports/default.aspx>
- Europris ASA. (2017). *Annual Report 2017*
<https://investor.europris.no/financials/annual-reports/default.aspx>
- Europris ASA. (2018). *Annual Report 2018*
<https://investor.europris.no/financials/annual-reports/default.aspx>
- Europris ASA. (2019). *Annual Report 2019*
<https://investor.europris.no/financials/annual-reports/default.aspx>
- Europris ASA. (2020). *Annual Report 2020*
<https://investor.europris.no/financials/annual-reports/default.aspx>
- Europris. (2020) Historien om Europris.
<https://www.europris.no/ep/historie>
- E24. (2020). *Slik fungerer Norges mest effektive lagersystem.*
<https://e24.no/annonsorinnhold/betalt-innhold/bak-tallene/slik-fungerer-europas-mest-effektive-lagersystem/23857962/>
- E24. (2020) *Sukkeravgiften skal kuttes med 365 millioner*
<https://e24.no/naeringsliv/i/dOyk4j/revidert-budsjett-sukkeravgiften-skal-kuttes-med-365-millioner>
- Fjelstad, ø. D., & Lunnan, R. (2018). *Strategi* (2.utgave. ed.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Gjønnnes, S. H., & Tangenes, T. (2016). *Økonomisk styring 2.0*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Handelshøyskolen BI. (2020). Norsk kundebarometer 2020.
<https://www.bi.no/globalassets/forskning/norsk-kundebarometer/presentasjon-nkb-2020-til-nedlasting.pdf>
- Hovedorganisasjonen Virke. 2019. *Handelsrapporten 2019/2020*. Oslo: Hovedorganisasjonen Virke.
- Hovedorganisasjonen Virke. 2020. *Handelsrapporten 2020/2021*. Oslo: Hovedorganisasjonen Virke.
- Instituttet for bransjeanalyser. 2020. *Detaljhandelsboken 2018*. Oslo: Detaljhandelsboken.
- Johannesen, A., Christoffersen, L., & Tufte, P.A (2020). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag (4th ed.)*. Oslo: Abstrakt Forlag.
- Kaldestad, Y & Møller, B. (2011). Kritisk lys på utarbeidelse av prognoser ved verdsettelse. Praktisk økonomi & finans. Idunn, 27.
<https://www-idunn-no.ezproxy.library.bi.no/pof/2011/02/art04>

- Kinserdal, F. (2017). *Verdsettelse – ulike metoder gir samme verdi*. Magma, 54-66.
<https://www.magma.no/verdsettelse-ulike-metoder-gir-samme-verdi>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (7th ed.)*. Hoboken, N.J.: Wiley
- Mun, J (2010). *Modeling Risk: Applying Monte Carlo Simulation, Real Options Analysis, Forecasting, and Optimization Techniques (2th ed)*. New York: Wiley.
- Nielsen, S. & Nielsen, K. (2019). *Europris stopper salg av flytevest for barn etter denne videoen*. NRK.
<https://www.nrk.no/norge/europris-stopper-salg-av-flytevest-for-barn-etter-denne-videoen-1.14625644>
- Norges Bank. (2020). *Endring i styringsrente*.
<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten/>
- Norges Bank. (2020). *Inflasjon*.
<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Inflasjon/?fbclid=IwAR1etDFodSUPbgaDnaIkkH9HbUDQd0YqeGO2We6bDK3-yhIyZCN5TPMce4>.
- Norges Bank. (2020). *Statsobligasjoner gjennomsnitt*.
<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Norges Bank. (2020). *Valutakurser*.
<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=SEK>
- NTB. (2020). *Nordmenn vil leve mer bærekraftig, men har lite kunnskap om bærekraftsmålene*.
<https://kommunikasjon.ntb.no/pressemelding/nordmenn-vil-leve-mer-baerekraftig-men-har-lite-kunnskap-om-baerekraftsmalene?publisherId=17847443&releaseId=17894862>
- Olsen, L & Andreassen, T. (2021). *Bærekraft tiltrekker seg flere kunder*.
<https://www.bi.no/forskning/business-review/articles/2021/01/barekraft-tiltrekker-seg-flere-kunder/>
- Petersen, C., Plenborg, T., Kinserdal, F. (2017) *Financial statement analysis: Valuation, credit analysis, performance evaluation*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Porter, M (1985). *Competitive Advantage: Creating and sustaining superior performance*. Free Press
- Porter, M. (1998). *Competitive strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors (2th ed.)*. Free Press.

- PWC. (2020). *Risikopremie i det norske markedet 2020*.
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>
- Regjeringen. (2019). *Skattesatser 2020*.
<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2020/id2671009/>
- Roberts, T. (2020). *What is Omnichannel Commerce?*
<https://www.bloomreach.com/en/blog/2019/07/omnichannel-commerce-for-business.html>
- Skatteetaten. (2020). *Alkoholfrie drikkevarer*.
<https://www.skatteetaten.no/satser/alkoholfri/?year=2021#rateShowYear>
- Skatteetaten. (2020). *Sukkeravgift*.
<https://www.skatteetaten.no/satser/sukker/?year=2020#rateShowYear>
- Statistisk sentralbyrå. (2020). *Norges BNP per innbygger på 4. plass i Europa*.
<https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/artikler-og-publikasjoner/norges-bnp-per-innbygger-pa-4.plass-i-europa>
- Statistisk Sentralbyrå. (2020). *Omsetning i varehandelen*.
<https://www.ssb.no/statbank/table/07313/>
- Statistisk Sentralbyrå. (2020). *Regnskap for ikke-finansielle aksjeselskaper*.
<https://www.ssb.no/statbank/table/08171/>
- Statistisk Sentralbyrå. (2020). *Sparingen i husholdningene økte markant*.
<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/sparingen-i-husholdningene-okte-markant>
- Solgård, J. (2020). *Amazon åpner i Sverige*. Dagens Næringsliv.
<https://www.dn.no/teknologi/amazon/jeff-bezos/teknologi/amazon-apner-i-sverige-professor-mener-norske-bedrifter-ma-gjore-seg-klare-de-har-sovet-i-timen/2-1-852195>
- Sucarrat, G. (2019) *Metode og økonometri*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Vollmer, M (2015) *A Beta-return Efficient Portfolio Optimization Following the CAMP: An Analysis of International Markets and Sectors (2015 ed., BestMasters)*. Wisebanden: Springer Fachmedien Wiesbaden