



Universitetet
i Stavanger

HANDELSHØGSKOLEN VED UIS

BACHELOROPPGAVE

STUDIUM:

Bachelor i Økonomi og Administrasjon
(B-ØKAD)

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
TEMATISKE RETNING:

Regnskap og Finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL? NEI

(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL:

Verdsettelse av Europris ASA

ENGELSK TITTEL:

Valuation of Europris ASA

FORFATTERE (NB! maks tre studenter pr oppgave):

Kandidatnr:

2211

.....

2131

.....

.....

Navn:

Christoffer Helleland Birkenes

.....

Jens Højsgaard Langeland

.....

.....

VEILEDER:

Lars Atle Kjøde

Forord

Bacheloroppgaven representerer den avsluttende delen av vår bachelorgrad innen økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen på Universitetet i Stavanger. Verdsettelsen er i stor grad basert på boken *Investment Valuation* av Aswath Damodaran, og de strategiske analysene er i stor grad basert på teori fra boken *Exploring Strategy* av Whittington et al. Vi har i denne oppgaven tatt for oss et tema ingen av oss direkte hadde mye kunnskap om, noe som har resultert i en omfattende og lærerik skriveprosess.

Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder, Lars Atle Kjøde for gode tilbakemeldinger og innspill under skriveprosessen.

Stavanger, mai 2023

Sammendrag

Denne bacheloroppgaven omhandler en verdsettelse av Europris ASA (Europris). Basert på bokførte verdier per 31.12.2022 og offentlig tilgjengelig informasjon vil oppgaven beregne verdien av selskapet. Verdsettingen gjennomføres ved en fundamental verdsettelse der fremtidige kontantstrømmer til totalkapitalen beregnes, før en relativ verdsettelse supplerer resultatet.

Oppgaven presenterer først selskapet og næringen, før det blir presentert ulike verdsettelsesmetoder som blir brukt senere i oppgaven. Det blir så foretatt en ekstern og intern analyse av selskapet og bransjen ved hjelp av PESTEL-, VRIO-analyse og Porters Five Forces. Analysen blir oppsummert i en SWOT-analyse og viser at Europris står sterkt i markedet, har flere utviklingsmuligheter, men er foreløpig kun avhengig av det norske markedet, samt blir påvirket av valuta og konsum.

Det blir så foretatt en regnskapsanalyse på bakgrunn av regnskapstall i en femårs periode. Analysen viser til god lønnsomhet i forhold til konkurrenter og akseptabel soliditet og likviditet sammenliknet med konkurrentene i bransjen.

På bakgrunn av den strategiske analysen og regnskapsanalysen utarbeides det et fremtidsregnskap. Det beregnes fremtidige kontantstrømmer fem år inn i fremtiden. Konstant fremtidig vekst settes til 1,5% og WACC beregnes til 8,95%. Dette gir en fundamentalt estimert aksjeverdi på kr 83,83. Det gjennomføres en sensitivitetsanalyse som viser at den estimerte aksjeverdien er svært sårbar for endringer i WACC og konstant vekst.

Den relative verdsettelsen gir en estimert aksjeverdi på kr 68,36. Begge verdsettelsesmetodene blir vektet likt og en endelig estimert aksjeverdi blir kr 76,09. Virkelig aksjekurs per 19.04.2023 gir en nedgang på 6,08% fra vårt estimat og oppgaven konkluderes med en hold-anbefaling.

Innholdsfortegnelse

1 Innledning	9
1.1 Valg av oppgave	9
1.2 Problemstilling og avgrensning	9
1.3 Verdsettelsens struktur	9
2 Presentasjon av selskapet og bransjen	10
2.1 Presentasjon av Europris	10
2.1.1 Historie	10
2.1.2 Mål og visjon.....	12
2.2 Presentasjon næring og konkurrenter.....	12
3 Verdsettelsesteori	13
3.1 Fundamental verdsettelse	13
3.1.1 Kontantstrøm til egenkapitalen	14
3.1.2 Avkastningskrav til egenkapital	15
2.1.2.1 Risikofri rente	15
3.1.2.2 Beta	16
3.1.2.3 Markedets risikopremie	17
3.1.3 Kontantstrøm til totalkapitalen.....	17
3.1.3.1 Avkastningskrav til totalkapital	17
3.1.3.2 Nåverdi av totalkapitalen.....	18
3.1.4 Terminalverdi	18
3.2 Relativ verdsettelse	19
3.2.1 P/S.....	20
3.2.2 P/E	20
3.2.3 P/B	21
3.2.4 EV/EBITDA	21
4 Strategisk analyse	22
4.1 Ekstern analyse	22
4.1.1 PESTEL.....	22
4.1.2 Porters Five Forces.....	28
4.2 intern analyse	33
4.2.1 VRIO	33
4.2.2 SWOT.....	35
5 Regnskapsanalyse	36
5.1 Resultatregnskap	37
5.2 Balanse.....	38
5.3 Lønnsomhet.....	39
5.3.1 Driftsmargin	39
5.3.2 Totalkapitalrentabilitet	40
5.3.3 Egenkapitalrentabilitet	41

5.4 Likviditet.....	42
5.4.1 Likviditetsgrad 1	42
5.4.2 Likviditetsgrad 2	43
5.5 Soliditet.....	44
5.5.1 Egenkapitalandel	44
5.5.2 Gjeldsgrad	45
5.6 Oppsummering.....	46
6 Fremtidsregnskap.....	47
6.1 Driftsinntekter	47
6.2 Driftskostnader.....	48
6.3 Avskrivninger	50
6.4 Skatt	50
6.5 Investeringer	51
6.6 Arbeidskapital.....	52
6.7 Oppsummering.....	52
6.8 Terminalvekst	53
7 Avkastningskrav WACC	53
7.1 Markedsverdi av gjeld.....	53
7.2 Markedsverdi av egenkapital	53
7.3 Avkastningskrav gjeld	53
7.4 Avkastningskrav egenkapital	54
7.4.1 Risikofri rente.....	54
7.4.2 Markedets risikopremie.....	54
7.4.3 Beta for egenkapital	55
7.4.4 Oppsummering.....	55
7.5 Skattesats.....	55
7.6 Beregning av WACC	56
8 Fundamental verdsettelse	56
9 Sensitivitetsanalyse	58
10 Relativ verdsettelse	59
10.1 P/S	60
10.2 P/E	60
10.3 P/B.....	61
10.4 EV/EBITDA.....	62
10.5 Oppsummering relativ verdsettelse.....	62
11 Verdsettelse	63
12 Konklusjoner.....	63
13 Litteraturliste	64

15 Vedlegg	67
Vedlegg 1, oppsummering tallverdier brukt i relativ verdsettelse	67

Figurliste

Figur 1, Antall butikker, tall hentet fra årsrapporter.....	11
Figur 2, Historisk aksjekurs, tall hentet fra Europris sin nettside.....	12
Figur 3, Porters Five Forces rammeverk	28
Figur 4, Driftsmargin Europris og konkurrenter	40
Figur 5, Tkr Europris og konkurrenter	41
Figur 6, Rek (før skatt) Europris	42
Figur 7, Likviditetsgrad 1 Europris og konkurrenter.....	43
Figur 8, Likviditetsgrad 2 Europris og konkurrenter.....	44
Figur 9, Egenkapitalprosent Europris	45
Figur 10, Gjeldsgrad Europris	46

Formelliste

Formel 1, nåverdi av kontantstrømmer.....	14
Formel 2, Avkastningskrav til egenkapital.....	15
Formel 3, Definisjon av beta	16
Formel 4, Beregning av råbeta	16
Formel 5, Beregning av WACC	17
Formel 6, Nåverdi av totalkapital.....	18
Formel 7, Beregning av terminalverdi.....	18
Formel 8, Gordons vekstformel.....	19
Formel 9, Beregning av P/S.....	20
Formel 10, Beregning av P/E	20
Formel 11, Beregning av P/B	21
Formel 12, Beregning av EV/EBITDA	21
Formel 13, Beregning av Driftsmargin.....	39

Formel 14, Beregning av Rtk	40
Formel 15, Beregning av Rek (før skatt).....	41
Formel 16, Beregning av Likviditetsgrad 1	43
Formel 17, Beregning av Likviditetsgrad 2.....	44
Formel 18, Beregning av Egenkapitalandel	45
Formel 19, Beregning av Gjeldsgrad.....	46
Formel 20, Beregning av Investeringer	51
Formel 21, Beregning av egenkapitalens avkastningskrav	55
Formel 22, Beregning av WACC Europris	56
Formel 23, Beregning av terminalverdi Europris.....	57
Formel 24, Beregning av Nåverdien av terminalverdi Europris	57
Formel 25, Beregning aksjeverdi av P/S til Europris	60
Formel 26, Beregning aksjeverdi av P/E til Europris.....	61
Formel 27, Beregning aksjeverdi av P/B til Europris.....	61
Formel 28, Beregning aksjeverdi av EV/EBITDA til Europris.....	62

Tabelliste

Tabell 1, Utrekning av kontantstrøm til egenkapital	14
Tabell 2, Kontantstrøm til totalkapital.....	17
Tabell 3, Oppsummering PESTEL hovedfunn.....	22
Tabell 4, PESTEL analysens påvirkning på Europris	27
Tabell 5, Porters Five Forces Oppsummering.....	32
Tabell 6, VRIO rammeverk	33
Tabell 7, VRIO oppsummering	35
Tabell 8, SWOT-analyse	36
Tabell 9, Resultatregnskap Europris ASA.....	37
Tabell 10, Balanse Europris ASA.....	38
Tabell 11, Historiske driftsinntekter fra år 2018-2022	47
Tabell 12, Estimerte fremtidige salgsinntekter.....	48
Tabell 13, Historiske varekostnader fra år 2018-2022	48
Tabell 14, Historiske lønnskostnader fra år 2018-2022	48
Tabell 15, Historiske andre driftskostnader fra år 2018-2022.....	49
Tabell 16, Estimerte fremtidige driftskostnader	49
Tabell 17, Estimert fremtidig EBITDA	50
Tabell 18, Historiske avskrivninger fra år 2018-2022.....	50
Tabell 19, Estimert fremtidig EBIT.....	50

Tabell 20, Historiske skattesatser fra år 2018-2022	50
Tabell 21, Historiske Investeringer fra år 2018-2022.....	51
Tabell 22, Historisk endring i arbeidskapital fra år 2018 til 2022.....	52
Tabell 23, Oppsummering av fremtidige kontantstrømmer FCFF	52
Tabell 24, Nåverdi FCFF.....	56
Tabell 25, Beregning endelig estimert aksjeverdi Europris	57
Tabell 26, Sensitivitet i WACC og terminalvekst	58
Tabell 27, Sammenheng endring i AK og aksjeverdi.....	59
Tabell 28, P/S Europris og konkurrenter	60
Tabell 29, P/E Europris og konkurrenter	61
Tabell 30, P/B Europris og konkurrenter.....	61
Tabell 31, EV/EBITDA Europris og konkurrenter	62
Tabell 32, Oppsummering relativ verdsettelse	62
Tabell 33, Beregning endelig aksjeverdi Europris	63

1 Innledning

1.1 Valg av oppgave

Da flere av fagene i vår bachelorutdanning var rettet mot verdsettelse, enten direkte eller indirekte, falt valget fort på temaet verdsettelse. Temaet vekket interesse da det samler mye av kunnskapen vi har tilegnet oss under studiet, og samtidig er relevant videre i arbeidslivet.

Når det kom til valg av selskap var det en rekke selskaper som fanget vår oppmerksomhet, men til slutt landet valget på Europris ASA (Europris). Vi valgte selskapet på grunnlag av en eventyrlig vekst under korona-pandemien, og at det hadde røtter tilbake til regionen.

1.2 Problemstilling og avgrensning

Formålet med oppgaven er å estimere verdien av selskapet Europris, samt gi en anbefaling. Problemstillingen blir dermed todelt, hvor aksjeverdien til Europris ASA omtales først, for å så gi en handlingsstrategi. Problemstillingen blir som følger:

“Hva er aksjeverdien til Europris ASA våren 2023, og hva bør en fiktiv investor gjøre for å oppnå størst mulig avkastning i denne situasjonen?”

Beregningene gjøres på grunnlag av årsrapporter og offentlig tilgjengelig informasjon. På grunnlag av tidsbegrensninger og kvartalsvis publisering av nye regnskapstall, tas det utgangspunkt i historiske data fra 2018 til og med 2022. Dette gjelder også for de sammenlignbare selskapene. Europris består av flere datterselskaper, som både er integrert i butikkdriften og er egne aktører. Konsernet blir derfor analysert som helhet i oppgaven.

1.3 Verdsettelsens struktur

Oppgaven begynner med en presentasjon av selskapet og bransjen, før det så blir presentert ulike teorier og metodevalg som blir brukt videre i oppgaven. Det utredes en strategisk analyse, samt en regnskapsanalyse som danner grunnlaget for et fremtidsregnskap. De fremtidige kontantstrømmene neddiskonteres ved hjelp av et avkastningskrav. Aksjeverdien blir så estimert, ved en fundamental verdsettelse og sensitivitetsanalyse, før selskapet sammenliknes med andre i bransjen gjennom en multipl verdsettelse. Til slutt kommer vi til en konklusjon og svarer på problemstillingen.

2 Presentasjon av selskapet og bransjen

I dette kapittelet skal vi først presentere Europris, for å deretter presentere bransjen konsernet opererer i, samt identifisere ulike konkurrerende kjeder.

2.1 Presentasjon av Europris

Europris er Norges største forhandler innen varehandel kategorien *bredt vareutvalg*. (Europris ASA, 2022a, s.3) Selskapet er i dag en av landets mest kjente kjeder, og har butikker over hele Norge. Kjeden forventer å vokse med ca 5 nye butikker hvert år, og i slutten av 2022 består kjeden av 276 butikker, hvorav ca 89% er egneide og ca 11% er eid av franchisetakere (Europris, 2023)

Mer enn 89% av varene i kjeden kommer fra egen grossist, og selskapet har fokus på å kjøpe direkte fra produsenten, i store kvanta og gjerne sammen med internasjonale partnere for å holde priser lave. I 2019 åpnet kjeden egen nettbutikk hvor de tilbyr hjemlevering, klikk og hent samt AR-teknologi hvor kunder lettere kan visualisere produktene deres. Online salg står for ca 14% av totale salg. Europris har egen kundeklubb, “MER” som har over 1,2 millioner medlemmer (Europris ASA, 2022a, s.6)

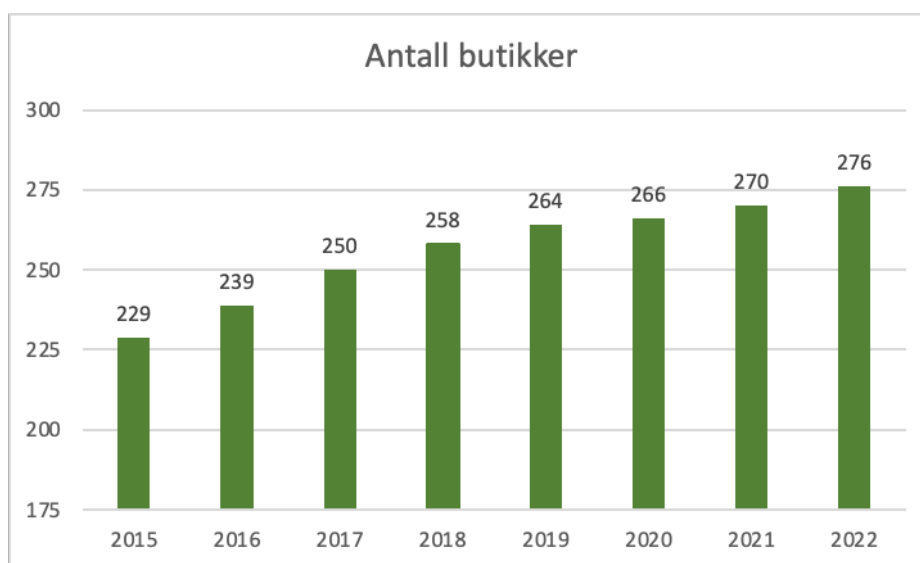
Kjeden er som nevnt forhandler innen varehandel kategorien bredt vareutvalg, og selger produkter innen følgende 15 kategorier; personlig pleie, dagligvarer, klesvask og rengjøring, klær og sko, hobby og kontor, altnuligmann, reise, sport og fritid, hus og hage, elektronikk, sjokolade og snacks, dyremat og tilbehør, tepper og hjemmetekstiler, kjøkken, oppbevaring, samt stearinlys og interiør.

2.1.1 Historie

I mai 1992 ble den første Europris butikken åpnet av Wiggo Erichsen i Stavanger. (Europris, 2023a) Et år senere ble det inngått en grossistavtale med “engrosgründeren” Terje Høili. (Europris ASA, 2022a, s.4) Terje Høili AS var på den tiden godt etablert i partivarebransjen, med blant annet Rema 1000 på kundelisten. Med en fantastisk vekst nådde kjeden 100 butikker ved årtusenskiftet, det var også da Terje Høili AS kjøpte seg ytterligere inn (Europris, 2023a). I 2004 solgte Terje Høili AS og andre aksjonærer 80% av kjeden til IK Investment Partners (Verlkumar, 2004)

I 2006 nådde kjeden 150 butikker, og med en stabil vekst nådde kjeden butikk 200 i 2012. Det var også da kjeden nok en gang ble solgt, denne gang til oppkjøpsfondet Nordic Capital. I 2013 ble det etablert en innkjøpsavdeling i Shanghai med det finske selskapet Tokmanni Group, som er en av de største aktørene innen bredt vareutvalg i Finland. Med denne etableringen oppnådde selskapene stordriftsfordeler og mer direkte innkjøpsforhold med produsenter. I 2015 ble kjeden notert på Oslo Børs, og to år senere nådde kjeden 250 butikker.

I 2018 kjøpte kjeden 20% av Runsvens Gruppen, som eier Öob, en liknende buv-kjede i Sverige. Kjøpet innebar også en opsjon om de resterende 80%, men denne avtalen er ennå ikke kommet til enighet om. Kjeden oppnådde sterk vekst under korona-pandemien, og i 2021 kjøpte kjeden majoritetsandeler i Lekekassen og Lunnhjem. Samme år nådde kjeden en million kundeklubbmedlemmer. (Europris ASA, 2021a, s.4) I dag består kjeden av 276 butikker. Figuren under viser utvikling i antall butikker fra 2015-2022.



Figur 1, Antall butikker, tall hentet fra årsrapporter

Europris ble lansert på børs for første gang i 2015, med en aksjepris på NOK 43,00. Aksjen har holdt seg nokså stabil med en rolig nedgang, før aksjen skjøt fart under korona-pandemien. Den 13.04.2023 nådde selskapet sin høyeste aksjekurs på NOK 77,7. (Europris ASA, 2023b) Figur 2 viser selskapets historiske aksjekurs fra lansering på børs til 30.12.2022.



Figur 2, Historisk aksjekurs, tall hentet fra Europris sin nettside

2.1.2 Mål og visjon

Kjeden har en rekke forskjellige mål utover driften, men overordnet blir målet presentert som “Be the best discount variety retailer in Europe”, altså; være den beste forhandleren innen varehandel kategorien bredt vareutvalg i Europa. Kjeden bygger driften på følgende verdier; positiv holdning, tydelig, enkel, proaktiv og forretningssans. Slagordet til Europris: "Mer til overs!" kan tolkes som; at kunden sparer med ved å handle hos Europris, og vil dermed ha mer til overs for andre ting. (Europris ASA, 2023a)

Visjonen til Europris er å være førstevalget til alle som vil handle enkelt, smart og billig. Dette skal de gjøre gjennom over 40 års erfaring og søkelys på å foreta smarte innkjøp på de beste produkter og partier av kvalitets- og merkevarer. (Europris ASA, 2023a) Gjennom direkte frakt til sentrallager, og bestillinger med andre store internasjonale kjeder, samt større forpakninger, klarer kjeden å gi meget gunstige priser på produktene sine.

2.2 Presentasjon næring og konkurrenter

Europris tilhører varehandel kategorien bredt vareutvalg (bvu). Bvu-bransjen representerer butikker med et vidt spekter av varer, derav navnet bredt vareutvalg. De ulike butikkene kjennetegnes ofte med store vareutvalg og lave priser. Fra 2008-2016 har denne bransjen vokst fortere enn netthandel, og har de siste årene blitt svært omtalt for å øke omsetningen betraktelig. (Hopland, 2018)

Det finnes en rekke kjeder innen varesegmentet, men ingen kan anses å være like da kjedene fører ulike vareutvalg basert på ulike kategorier. Fellesnevneren er derimot at alle har et bredt vareutvalg. Det er vanskelig å påpeke direkte konkurrenter på grunnlag av forskjellige identiteter og vareutvalg til kjedene. Konkurrerende kjeder som vi har basert regnskapsanalysen på er Nille, Rusta og Clas Ohlson. De nevnte kjedene anses ikke å være like, men har store likhetstrekk. Kjedene varierer i størrelse, hvorav Europris dominerer markedsandelen og med antall butikker.

I den relative verdsettelsen sammenlikner vi Europris også med følgende konkurrerende kjeder: finske Tokmanni, amerikanske Target og Dollar Tree. Disse kjedene varierer stort i størrelse og antall butikker, men alle driver virksomhet innen samme bransje på forskjellige kontinenter.

3 Verdsettelsesteori

I en verdsettelse er hovedmålet å finne verdien på et selskap eller en eiendel. Det finnes flere ulike metoder for å finne denne verdien på, men grovt sett kan en dele dem inn i tre ulike måter; fundamental verdsettelse, relativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Den fundamentale verdsettelsen baserer seg på en neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer ved hjelp av et avkastningskrav for å finne verdien. Den relative verdsettelsen, også kalt multippel verdsettelse, baserer seg på å se på sammenlignbare selskaper for å finne verdien. Opsjonsbasert verdsettelse baserer seg på en opsjonsprisindeksmodell for å finne verdien. (Damodaran, 2012, s.11)

Verdsettelsen av Europris blir basert på fundamental- og relativ verdsettelse, dermed nevnes ikke opsjonsbasert verdsettelse videre. De relevante metodene blir først presentert i denne delen av oppgaven, før de så anvendes under verdsettingen senere.

3.1 Fundamental verdsettelse

Den fundamentale verdsettelsen er som nevnt kun en av tre ulike metoder i verdsetting, og relativ verdsettelse er den mest brukte metoden i dag. Likevel danner en fundamental verdsettelse grunnlaget for de andre metodene. Metoden har sitt grunnlag i nåverdi regelen, der verdien til en eiendel er nåverdien av dens forventede fremtidige kontantstrømmer.

Nåverdien av kontantstrømmene finnes ved å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene ved bruk av et avkastningskrav. (Damodaran, 2012, s.12)

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

Formel 1, nåverdi av kontantstrømmer

Der

Value = Nåverdi

CF = Kontantstrømmer

t = Tid (Periode)

r = Avkastningskrav

Det finnes primært to ulike måter å regne ut kontantstrømmer på. Den første verdsetter egenkapitalen, også kalt egenkapitalmetoden, og den andre verdsetter totalkapitalen, også kalt totalkapitalmetoden. Selv om begge metodene neddiskonterer fremtidige kontantstrømmer, er det forskjellige diskonteringsrente og relevante kontantstrømmer. (Damodaran, 2012, s.12)

3.1.1 Kontantstrøm til egenkapitalen

Egenkapitalmetoden baserer seg på å finne den frie kontantstrømmen som er tilgjengelig for eierne av selskapet, for å så estimere verdien på egenkapitalen. Tabellen under viser hvordan utregningen av denne kontantstrømmen kan se ut.

Kontantstrøm til egenkapitalen	
Driftsresultat etter skatt	
+	Avskrivinger
-	Investeringer
+/-	Endring i arbeidskapital
+/-	Endring i gjeld
-	Netto finanskost
=	Kontantstrøm til Egenkapital

Tabell 1, Utregning av kontantstrøm til egenkapital

3.1.2 Avkastningskrav til egenkapital

Avkastningskravet til egenkapitalen vil være en funksjon av risikoen knyttet til de estimerte kontantstrømmene. (Damodaran, 2012, s.12) Funksjonen utgjør i dette tilfelle renten som investorene krever på sin egenkapitalinvestering. Avkastningskravet reflekterer også avkastningen investorene kan oppnå med en alternativ investering med samme risiko.

Avkastningskravet til egenkapitalen kan vi finne ved bruk av kapitalverdimodellen, også kalt CAPM. Modellen viser forholdet mellom den forventede avkastningen til investeringen og risikoen knyttet til den. Kapitalverdimodellen viser forholdet mellom følgende komponenter; *beta* som indikerer et mål på markeds-risikoen, den *risikofrie renten* som viser tidsverdien av penger og markedets risikopremie som viser påslaget til risikoen investoren tar. Formel 2 viser de ulike komponentene i kapitalverdimodellen.

$$r_e = r_f + \beta_i(r_m - r_f)$$

Formel 2, Avkastningskrav til egenkapital

Der

r_e = Forventet avkastning

r_f = Risikofri rente

β_i = Beta til investeringen

$(r_m - r_f)$ = Markedets risikopremie

2.1.2.1 Risikofri rente

De aller fleste modeller innen avkastning og risiko innen finans tar utgangspunkt i en rente hvor investorer kan oppnå risikofri avkastning. Altså at vi med sikkerhet vet hva avkastningen vil bli. Damodaran hevder at to betingelser må oppfylles før en avkastning skal være risikofri: (1) Det kan ikke forekomme misligholds risiko, eksempler på dette er statspapirer på grunnlag av at myndigheter normalt sett styrer trykking av ny valuta. (2) Det kan ikke forekomme en reinvesteringsrisiko, altså at en investor ikke vil klare å få samme rente eller utbytte til samme risiko på et annet tidspunkt. (Damodaran, 2012, s.154)

Under investeringsanalyser bør en bruke langtids statsobligasjoner som grunnlag for den risikofrie renten, men lengden på analysen burde gjenspeiles i lengden på statsobligasjonen. Når det kommer til verdsetting derimot, er varigheten mye lenger, her hevder Damodaran at en 10-årig statsobligasjon vil være den beste tilnærmingen. (Damodaran, 2012, s.183)

3.1.2.2 Beta

Beta i kapitalverdimodellen representerer et mål på markedsrisiko, samt volatiliteten et selskap har i forhold til markedet. Altså hvor mye en aksje svinger i forhold til markedet. Markedets gjennomsnittlige beta ligger på 1, så dersom et selskap har en høyere beta vil det svinge mer enn markedet, og en lavere beta vil tilsa at selskapet svinger mindre enn markedet. Formel 3 viser definisjonen av beta.

$$\beta_p = \frac{Cov(r_p, r_b)}{Var(r_b)}$$

Formel 3, Definisjon av beta

Der

$Cov(r_p, r_b)$ = Kovarians mellom selskapets avkastning og markedets avkastning

$Var(r_b)$ = Varians i markedets avkastning

Det er tre tilnærminger til å beregne beta; den første bruker historiske data av markedspriser (også kalt regresjonsbeta), den andre bruker fundamentale faktorer og den tredje bruker regnskapsdata som utgangspunkt. Gitt at det er tre ulike metoder er det kun de to førstnevnte som brukes mest.

På bakgrunn av Bloomberg vil den historiske betaen, også kalt råbeta, på sikt tendere seg mot markedsbeta på 1. For at en beta på en bedre måte kan reflektere fremtiden enn hva det historiske estimatet gjør, er det normalt å justere denne. En måte å justere den på er via Bloomberg- metoden som vises i formel 4 under. (Damodaran, 2012, s.187)

$$\text{Justert beta} = \text{råbeta} * 0,67 + 1 * 0,33$$

Formel 4, Beregning av råbeta

3.1.2.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er det investorene krever utover den risikofrie renten for risikoen de har pådratt seg via investeringen. Markedets risikopremie viser altså differansen mellom forventet avkastning på markedet og den risikofrie renten. Størrelsen på risikopremien indikerer hvor mye kompensasjon investorene krever for å investere.

3.1.3 Kontantstrøm til totalkapitalen

Totalkapitalmetoden baserer seg på å finne den frie kontantstrømmen etter skatt, ved bruk av et avkastningskrav som gjenspeiler risikoen til totalkapitalen. Tabellen under viser hvordan utregningen av denne kontantstrømmen kan se ut. I vår verdsetting er det denne metoden vi bruker.

Kontantstrøm til totalkapitalen	
Driftsresultat etter skatt	
+	Avskrivninger
-	Investeringer
+/-	Endring i arbeidskapital
=	Kontantstrøm til totalkapitalen

Tabell 2, Kontantstrøm til totalkapital

3.1.3.1 Avkastningskrav til totalkapital

Til forskjell fra egenkapitalmetoden, der en bruker kapitalverdimodellen, bruker en her totalkapitalmetoden, også kalt WACC. WACC står for vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad, og er det selskapene i snitt forventer å betale til investorene for finansieringen av selskapet. Formel 5 viser utregningen av WACC

$$WACC = \frac{E}{E + D} * R_E + \frac{D}{E + D} * R_D * (1 - T)$$

Formel 5, Beregning av WACC

Der

E = Markedsverdi til egenkapitalen

D = Markedsverdi til gjelden

re = Avkastningskravet til egenkapitalen

rd = Avkastningskravet til gjeld

T = Skatt

3.1.3.2 Nåverdi av totalkapitalen

Nåverdien av totalkapitalen finner vi ved å neddiskontere de forventede kontantstrømmene til totalkapitalen med WACC. (Damodaran, 2012, s.14) Formel 6 viser utregningen av nåverdien til totalkapitalen

$$\text{Value of firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to firm}_t}{(1 + \text{WACC})^t}$$

Formel 6, Nåverdi av totalkapital

Der

CF to firm = forventet kontantstrøm til selskapet

WACC = Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad

n = tid

3.1.4 Terminalverdi

Da det ikke er mulig å estimere kontantstrømmer i evig fremtid, er det normalt å sette en endelig verdi på kontantstrømmene, og deretter sette inn en terminalverdi som gjenspeiler selskapet på det punktet. (Damodaran, 2012, s. 304) Formel 7 viser utregningen av terminalverdi.

$$\text{Value of a firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF}_t}{(1 + k_c)^t} + \frac{\text{Terminal value}_n}{(1 + k_c)^n}$$

Formel 7, Beregning av terminalverdi

Der

n = siste år med beregnet kontantstrøm

Det finnes tre ulike måter å finne terminalverdien på; likvideringsverdi, multippel tilnærming og den stabile vekstmodellen. Gordons vekstformel, som er en variasjon av sistnevnte måte, kan brukes til å finne aksjeverdien med antakelsen om konstant vekst i kontantstrømmer til totalkapitalen. Vekstformelen baserer seg på kontantstrømmer, vekstrater og avkastningskravet, og vises i formel 8. (Damodaran, 2012, s.324)

$$P = \frac{D1}{r - g}$$

Formel 8, Gordons vekstformel

Der

P = Dagens aksjekurs

D1 = Neste års kontantstrøm

r = Avkastningskrav

g = Forventet fremtidig vekst

Vekstformelen antar at et selskap er evigvarende, og at kontantstrømmene øker med den konstante veksten. Dersom verdien fra formelen er høyere enn nåtid aksjekurs, vil aksjen anses som undervurdert, og vice versa. (Damodaran, 2012, s.324)

3.2 Relativ verdsettelse

Til forskjell fra den fundamentale verdsettelsen, der målet er å finne verdien på selskapet gitt kontantstrømmer, vekst og risikofaktorer, er målet her å verdsette et selskap ved å sammenligne det med andre tilnærmet like selskaper i markedet. I følge Damodaran er det to ulike komponenter i relativ verdsettelse: Den første er å standardisere priser, her ved å konvertere dem om til multipler, for å lettere finne verdien relativt til lignende eiendeler. Den andre er å finne liknende selskaper, dette anses som vanskelig da svært få selskaper er helt like, og varierer ofte i risiko, kontantstrømmer og vekstpotensial. (Damodaran, 2012, s.453)

En relativ verdsettelse anses å være mindre tid- og ressurskrevende enn en fundamental verdsettelse, samt enklere å forstå og presentere. Den vil og gi et bedre bilde av markedet, da den reflekterer markedets stemning ved å måle den relative verdien og ikke egenverdien. (Damodaran, 2012, s.453-454) En multippel verdsettelse analyserer en rekke multiplikatorer, vi presenterer først en bransjerelatert multippel, så tre generelle, før å deretter anvende de senere under verdsettelsen.

3.2.1 P/S

P/S (pris-til-salg-ratio) viser forholdet mellom markedsverdi per aksje og salg per aksje. (Damodaran, 2012, s.543) Verdien multiplere får indikerer hvor mye markedet betaler for inntektene til selskapet. Formel 9 viser utregningen av P/S multiplere.

$$P/S = \frac{\text{Markedsverdi per aksje}}{\text{Omsetning per aksje}}$$

Formel 9, Beregning av P/S

Ratioen varierer fra bransje til bransje, men generelt kan en si at selskaper med en lav P/S ratio gjør et selskap mer attraktivt da investorene må investere mindre kapital for omsetningen.

3.2.2 P/E

P/E (pris-inntjening-forholdet) anvendes til å finne forholdet mellom markedspris per aksje og inntjening per aksje. Multiplere viser forholdet i en periode, og perioden må være lik for de sammenlignbare selskapene. Verdien multiplere får, reflekterer prisen til selskapet i forhold til overskuddet selskapet klarer å generere. Formel 10 viser utregningen av P/E multiplere. (Damodaran, 2012, s.468-469)

$$P/E = \frac{\text{Markedspris per aksje}}{\text{Inntjening per aksje}}$$

Formel 10, Beregning av P/E

En høy P/E verdi kan indikere at selskapet er høyt priset sammenlignet med resultatene det genererer, dette indikerer ofte at markedet forventer høy vekst fremover. En lav P/E derimot, kan ofte tilsa at selskapet er priset riktig til verdien av overskuddet.

3.2.3 P/B

P/B (pris-til-bok-ratio) viser forholdet mellom markedsverdi per aksje, og den bokførte verdien per aksje. Gitt konsistente regnskapsstandarder kan P/B multippelen, til forskjell fra P/E multippelen, også evaluere selskaper med negativ inntjening. Multippelens verdi tyder på tegn til over- eller underprising. Formel 11 viser utregningen av P/B)

$$P/B = \frac{\text{Markedspris per aksje}}{\text{Bokført verdi per aksje}}$$

Formel 11, Beregning av P/B

Dersom P/B verdien av et selskap er høyere enn de sammenlignbare, kan dette tyde på at selskapet er overpriset, og vice versa. (Damodaran, 2012, s.511)

3.2.4 EV/EBITDA

EV/EBITDA anvendes til å finne forholdet mellom selskapsverdien, inkludert gjeld, og inntjeningen før renter, skatt og av- og nedskrivninger. Multippelen anses å være en firmaverdimultipel, og formel 12 viser utregningen av EV/EBITDA.

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Markedsverdi EK} + \text{Markedsverdi gjeld} - \text{Kontanter}}{\text{EBITDA}}$$

Formel 12, Beregning av EV/EBITDA

Til forskjell fra førstnevnte multipel inkluderer EV/EBITDA langt flere selskaper, da det er færre selskaper med negativ EBITDA kontra negativ inntjening. Multippelen påvirkes ikke av forskjeller mellom ulike metoder for avskrivninger, og er lettere å sammenligne med selskaper bestående av forskjellig finansiell gjeld, enn andre inntekts multipler. (Damodaran, 2012, s.500-501)

4 Strategisk analyse

I dette kapitlet skal vi ta for oss strategiske analyser som kan og vil påvirke Europris i nåtid og fremtid, samt faktorer som beskriver svakheter og styrker til bedriften sammenliknet med konkurrenter. Kapitlet er todelt, og begynner først med eksterne analyser, før deretter å ta for seg de interne analysene.

4.1 Ekstern analyse

I den eksterne analysen skal vi kartlegge de eksterne faktorene som har og kan ha innvirkning på Europris, samt bvu-bransjen som en helhet. Vi benytter oss følgende av PESTEL-analyse og Porters Five Forces.

4.1.1 PESTEL

I dette kapitlet skal vi ta for oss en PESTEL-analyse av selskapet. En PESTEL-analyse omhandler forholdene i markedssystemet som er viktige i dag, men også i fremtiden. Formålet med analysen er å kartlegge de makroøkonomiske forholdene som forventes å ha innvirkning på selskapets potensial, posisjon og retning i fremtiden. Analysen består av 6 ulike faktorer; *politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og legale* forhold. Vi skal også vurdere hvorvidt faktorene påvirker Europris negativt, nøytralt eller positivt. (Whittington et al., 2020, s.36) Tabell 3 gir en oppsummering av våre hovedfunn.

Oppsummering PESTEL hovedfunn			
Politikk	Selskapsbeskatning Avgifter	Teknologi	Netthandel Automatisering
Økonomi	Rentenivå Økonomisk vekst Husholdningenes Økonomi	Miljø	Bærekraftige holdninger Miljøkrav
Sosiokulturelle	Forbrukertrender Demografiske forhold	Legale	Markedsføringsloven Arbeidsmiljøloven

Tabell 3, Oppsummering PESTEL hovedfunn

Politiske faktorer

Det første punktet i analysen handler om ulike politiske faktorer som har påvirkningskraft på bedriften. Norges og Nordens politiske situasjon kan anses å være stabil, dette medfører en god forutsigbarhet for selskaper som driver virksomhet der. De ulike politiske faktorene varierer alt fra statlige reguleringer til pressgrupper. Vi har valgt å analysere skatter og avgifter, da det er disse som i størst grad har påvirkning på bedriften.

Som nevnt kan den politiske situasjonen i Norden anses å være stabil. De ulike landene i Norden opererer med tilnærmet like selskapsskatter, noe som er svært viktig da de konkurrerende selskapene vi har tidligere nevnt, ikke har norsk opprinnelse. Selskapsskatten i Norge har de siste ti årene gradvis sunket fra 28% i 2013, til 22% fra og med 2019. Reduksjonen blir begrunnet med et ønske om å gjøre det mer attraktivt å investere i norske arbeidsplasser. De regjerende partiene i dag (2023) indikerer et ønske om å verken øke eller senke selskapsskatten ut deres periode. (Arbeiderpartiet, 2023)

Som oppgitt i kapittel 1 fører selskapet varer i kategoriene dagligvare, samt sjokolade og snacks. Den norske sukkeravgiften har økt fra kr 7,81 per kg i 2017 til kr 8,84 per kg i 2023 (Skatteetaten, 2023) Økningen påvirker selskapet negativt i den forstand med lavere marginer, tross økt prispress fra konkurrenter.

En kan kjapt oppsummere med at den politiske situasjonen i Norge er svært stabil, selskapsskatten har og gir indikasjoner på forutsigbarhet fremover. Sukkeravgiften har økt gradvis de siste årene, og vil påvirke resultatet negativt. Med dette i mente vurderer vi de politiske forholdene til å ha en *nøytral* påvirkning på Europris.

Økonomiske faktorer:

Det er en rekke økonomiske faktorer som kan og vil påvirke Europris i nåtid samt fremtid. Vi har valgt å fokusere på de vi anser er mest relevante for Europris; rentenivå, økonomisk vekst, husholdningers økonomi og valuta.

Styringsrenten har de siste 7 årene vært svært lav og nådde et historisk bunnpunkt i 2020 på 0%. Bunnpunktet skyldes utelukkende av korona-pandemien og et oljeprisfall. Siden 14. september 2021 har den derimot skutt i været fra 0% til 2,75% i skrivende stund, i et forsøk

for å forhindre økt inflasjon. En økt styringsrente har negativ virkning på Europris med økte låne- og rentekostnader.

Bruttonasjonalprodukt viser den økonomiske utviklingen og tilstanden i et land. I Norge har BNP fra 2016 til 2020 vært relativt stabil og økende, før den etter korona-pandemien fikk et kraftig fall. Siden 2020 har den vært svært økende tross uroligheter i verden, og rettet seg opp mot den samme økende lineære linjen den tidligere har hatt tendenser til å følge. BNP er i starten av 2023 på index 106, hvorav 2019 er satt til 100. En økende BNP er svært positiv for Europris da det tyder på økt økonomisk aktivitet. (Statistisk Sentralbyrå, 2023)

Konsumet i norske husholdninger har tradisjonelt sett vært nokså knyttet til BNP, men under korona pandemien gikk konsumet fra en positiv trend med index 102,2 i februar 2020, til et bunnpunkt på 81,1 april 2020 (der index 100 = 2019). Siden bunnpunktet har den variert mye, men samlet sett viser den god vekst. I 2022 økte husholdningenes konsum samlet med 11,4% (i løpende priser). (Statistisk Sentralbyrå, 2023) Den kraftige veksten er ventet å avta kraftig grunnet uroligheter i verden. Et avtagende konsum vil være svært negativt for Europris.

Konsernet har gjennom datterselskaper drift i Sverige og Danmark, samt at mesteparten av varene importeres utenlands. Svingninger i de forskjellige valutaene vil føre til økte eller lavere kostnader, og utgjør et usikkerhetsmoment ettersom beløpene er av betydelig størrelse.

Oppsummert kan en si følgende; styringsrenten har økt kraftig de siste årene i et håp om å bekjempe inflasjon, den norske BNP har rettet seg opp etter pandemien, konsumet i norske husholdninger er ventet å avta kraftig og valutasvingninger vil påvirke kostnader. Vi vurderer dermed de økonomiske faktorene til å ha en *negativ* påvirkning på Europris frem i tid.

Sosiokulturelle faktorer

Under sosiostrukturelle faktorene ser vi på de sosiale forholdene som har en påvirkning på selskapet. Vi har valgt å fokusere på demografiske forhold og forbrukertrender.

Med 276 butikker over hele landet er Europris godt representert med de fleste bebygde steder. Den norske globaliseringen fører til økte markedsmuligheter i og rundt byene, noe som gjenspeiler seg i butikkåpningene sine lokasjoner. Europris har sterkt søkelys på kostnadseffektive lokasjoner, og har som tidligere nevnt et mål på å åpne i gjennomsnitt 5 nye butikker per år, noe som den voksende norske befolkningen potensielt kan støtte. (Europris ASA, 2022, s.19) (Statistisk Sentralbyrå, 2020)

Den generelle norske forbrukertrenden indikerer at nordmenn handler med økende fokus på bærekraft. Som en del av bvu-bransjen med sterkt fokus på lave priser påvirker dette Europris i nokså stor grad. Gjennom bærekrafts rapporter og økende “grønne” produkter prioriterer Europris en økende mengde resirkulerbar emballasje, samt mer ansvarlige innkjøp gjennom medlemskap av blant annet Etisk handel Norge. Gjennom lanseringen av et paraply-symbol skal kundene lettere finne produkter som tar hensyn til klima, miljøet og samfunnet. (Europris, 2023c)

Oppsummerende kan vi fastslå følgende; en økende norsk befolkning gir økt støtte til Europris sitt mål om å åpne ca 5 butikker hvert år, med et økt fokus på klima er selskapet oppdatert med de siste forbrukertrender. Vi vurderer derfor de sosiokulturelle faktorene til å ha en *nøytral* påvirkning på selskapet.

Teknologiske faktorer

I en tid med en svært rask utvikling av teknologi er det viktig å holde tritt for å opprettholde, samt for å øke sin markedsposisjon. De teknologiske faktorene vi har valgt å fokusere på er netthandel og automatisering.

Netthandel har de siste årene skutt fart og tatt en økende andel av den totale handelen, tross en kraftig nedgang i 2022. (Revfem, 2020) For å holde tritt med denne utviklingen er det svært viktig å etablere gode nettløsninger for handel. I Europris konsernet består netthandelen av totalt 14% av totale salg (NOK 425m), men hvorav salg på Europris.no kun består av NOK 16m av disse. (Europris ASA, 2022d, 2.11) Dette tyder på et kraftig forbedringspotensial.

De siste årene har automatiserte og robotiserte varelagre økt betydelig. Gjennom utbyggingen av varelageret i Moss og et såkalt automatisk “shuttle system” er Europris på

god vei til å tilnærme seg denne utviklingen. “Shuttle” systemet sikrer for nær eliminering av trucker i et dypstabling-system og effektiviserer oppbevaring av varer på lager. (Nordic Racking Group, u.å.)

Oppsummeringsvis ser vi at Europris har et stort potensial med netthandel, samt robotisering av lager vil over tid være kostnadsbesparende. Vi vurderer de teknologiske forholdene til å ha en *positiv* påvirkning på selskapet, da det tilbyr muligheter for økte inntekter og reduserte driftskostnader.

Miljømessige faktorer

Under de miljømessige faktorene fokuserer vi her på det overordnede bildet, og inkluderer derfor ikke forbrukertrender som nevnt under de sosiokulturelle faktorene. Vi har følgende valgt å fokusere på Europris sine bærekraftige holdninger og miljøkravene som stilles.

Gjennom den årlige publiserte bærekrafts rapporten fremviser Europris sine bærekraftige og etiske holdninger. Denne type rapport har de siste årene blitt mer og mer aktuell da fokuset, som nevnt tidligere, på miljømessige faktorer har økt betraktelig. Gjennom sitt sourcing-kontor i Shanghai, og gjennomføring av uavhengige kontroller gjennom BSCI jobber Europris tett på de lokale produsentene. Dette samarbeidet er på grunnlag av nevnte holdninger særs viktig da mesteparten av produktene blir kjøpt utenlands.

Som et børsnotert selskap følger Europris IFRS standarden, noe som fører til økt fokus på bærekraft. Det fremlegges et mål om å øke bevisstheten og kunnskapen rundt ESG problemer i organisasjonen (Europris ASA, 2022e, s.8) Europris sin søknad til “the Science Based Target initiative” ble godkjent i Q4 (2022) og er foreløpig i planlegging fasen. Initiativet integrerer bærekraft i fire fokusområder (klimaprofil, produkter, mennesker og sosiale ansvar).

Oppsummerende kan vi fastslå følgende; fremlegging av bærekrafts rapport og eget sourcing-kontor fremmer selskapet et bærekraftig bilde, målet om å øke kunnskapen rundt ESG og godkjenningen av søknaden til SBT tilsier et godt potensial fremover. Vi vurderer dermed de miljømessige faktorene til å ha en *nøytral* påvirkning.

Juridiske faktorer

De juridiske faktorene kan påvirke i form av omdømmetap samt finansielle tap dersom det oppstår brudd. Vi har valgt å fokusere på markedsførings- og arbeidsmiljøloven som de viktigste hovedpunktene her.

Markedsføringsloven vil påvirke hvordan selskapet får markedsføre sine produkter. Historisk har selskapet vært flinke til å opprettholde disse, foruten en hendelse mot konkurrenten Rusta i 2014. Selskapet har historisk sett vært flinke til å følge arbeidsmiljøloven, foruten kritikk om utstrakt bruk av midlertidige ansettelse. (Kalle, 2022)

Konsernet har etablert retningslinjer og prosedyrer med instruksjoner på områder som; etisk holdning, mangfold og likestilling, anti-korrupsjon, databeskyttelse og GDPR. Retningslinjene blir gjennomgått hvert år av ledelsen, og er en del av den jevnlige treningen av ansatte. Etter historisk overensstemmelse med lover, og gode retningslinjer vurderer vi de juridiske faktorene til å ha en *nøytral* påvirkning.

Oppsummering

På bakgrunn av informasjonen hentet i delkapitlene over kan vi konkludere med følgende; de politiske forholdene har og vil ha en *nøytral* påvirkning, de økonomiske faktorene vil ha en *negativ* påvirkning fremover, sosiokulturelle faktorer vil ha en *nøytral* påvirkning, teknologiske faktorer vil ha en *positiv* påvirkning, de miljømessige faktorene vil ha en *nøytral* påvirkning og de juridiske faktorene vil ha en *nøytral* påvirkning. Oppsummeringen er illustrert i tabell 4 nedenfor.

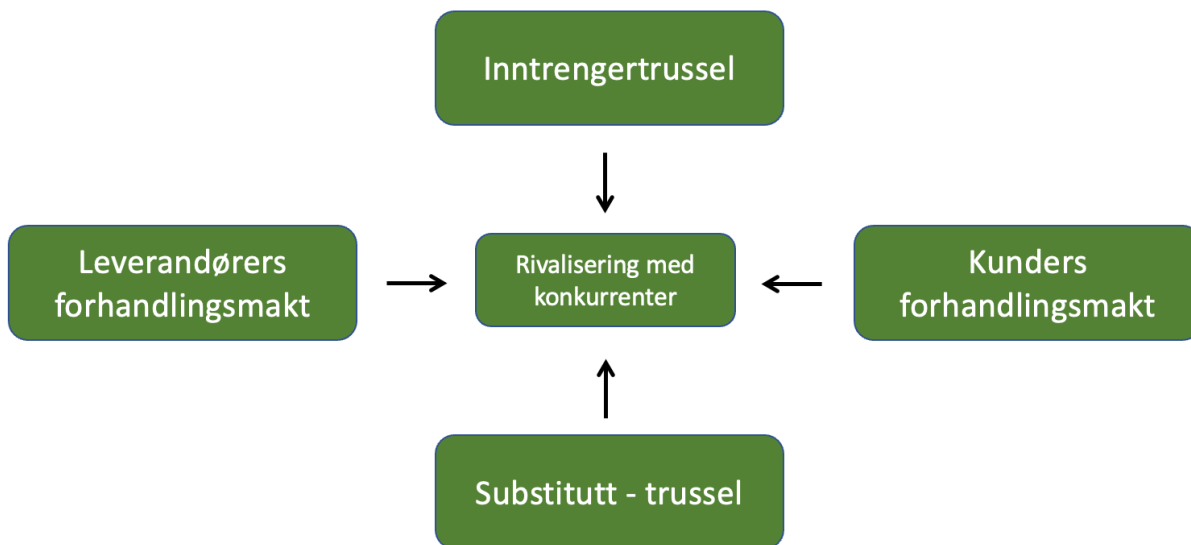
PESTEL analysens påvirkning på Europris			
	<i>Negativ</i>	<i>Nøytral</i>	<i>Positiv</i>
Politikk		X	
Økonomi	X		
Sosiokulturelle		X	
Teknologi			X
Miljø		X	
Legale		X	

Tabell 4, PESTEL analysens påvirkning på Europris

4.1.2 Porters Five Forces

Porters Five Forces er et rammeverk som hjelper å kartlegge bransjens struktur og samhandlingen mellom konkurrentene i en bransje. (Porter, 2008) Rammeverket består av følgende fem krefter; *inntrenger trussel*, *leverandørenes forhandlingsmakt*, *substitutt-trussel*, *kunders forhandlingsmakt* og *rivalisering med konkurrenter*.

Figur 3 viser et overordnet bilde av rammeverket.



Figur 3, Porters Five Forces rammeverk

Rivalisering med konkurrenter

Rivaliseringen mellom konkurrenter oppstår ved at organisasjoner sikter på de samme kundegruppene og har lignende produkter eller tjenester. (Whittington et al., 2020, s.66)

Intensiteten blant konkurrentene i markedet vil ofte være høyere med et stort antall aktører, kontra færre. Bvu-bransjen består av et fåtall store aktører og noen mindre, og med et voksende marked kan en se bort fra en mett markedssituasjon. Tross et fåtall aktører påvirkes intensiteten i markedet i stor grad av prispress, noe tidligere nevnte stordriftsfordeler er sterk bidragsyter til. En kan også påstå at pris er en, om ikke den viktigste driveren til nye kunder, noe som øker intensiteten.

Ut av de aktørene som dominerer bvumarkedet i dag, er det mye som skiller dem. Bredt vareutvalg omhandler mye, et eksempel er Biltema med søkelys på ulike deler samt andre vareutvalg, kontra Europris med mer fokus på husholdningsartikler og mat. Rivaliseringen

her blir i den forstand ikke direkte knyttet til de mest omsatte varene, men heller identiteten og derav utvalget til aktørene.

Vi kan oppsummere med at bransjen har et sunt antall aktører, og stor grad av differensiering av varer. Vi anser dermed at den interne rivaliseringen vil ha en *moderat* innvirkning på bransjen.

Potensielle inntrengere (inntrenger trussel)

Hvor lett det er å komme inn i en bransje påvirker graden av konkurranse. Desto større trusselen om inntrengere er, desto verre er det for de etablerte i bransjen. En attraktiv industri har høye etableringsbarrierer som reduserer trusselen fra nye inntrengere. (Whittington et al., 2020, s.67)

I en lang årrekke har den norske bvu-bransjen bestått av et fåtall store og veletablerte aktører. De siste årene derimot har nykommere som Normal og Flying Tiger hatt stor suksess, og er med å bidra til den raske veksten. Bransjen blir omtalt for å være den eneste type butikker som vokser fortere enn netthandel, noe som tilsier at aktørene ser et stort potensial innad i bransjen. (Hopland, 2018)

Aktørenes største kostnadspost kan sies å være varekostnad, da de er avhengig av høy omløpshastighet når bransjens prispress påvirker dem. De veletablerte aktørene gagnar godt av stordriftsfordeler og klarer å presse priser markant. For mulige inntrengere vil stordriftsfordeler være med på å vanskeliggjøre en inntreden i markedet, tross suksesser som nevnt over.

Tilgangen på attraktive lokaler kan også gi et hinder for mulige inntrengere, da de eksisterende aktørene i bransjen er godt etablert. De største aktørene som Biltema, Rusta og Europris har etablert et godt nettverk av store egne butikker, mens aktører som Nille og Clas Ohlson har prioritert mindre butikker i kjøpesenter. Nykommerne som Normal og Flying Tiger utnytter enda mindre butikker enn tidligere nevnte, samtidig med et bredt vareutvalg. For nykommere vil tilgangen på attraktive butikklokaler definitivt være en utfordring fremover med den store veksten i markedet.

Vi kan oppsummere med at stordriftsfordeler og tilgang på attraktive butikklokaler vil senke trusselen av inntrengere, men markedet er som nevnt i stor vekst og nyetablerte kjeder har gjort suksess. Vi anser derfor trusselen for mulige inntrengere for *moderat*.

Leverandører (forhandlingsmakt)

Faktorer som påvirker leverandørens forhandlingsmakt, er omvendt av de som påvirker kjøperens forhandlingsmakt. Leverandørens forhandlingsmakt er derfor mest sannsynlig høy når; det er et fåtall leverandører, høye byttekostnader, trussel om leverandør konkurranse og differensierte produkter. (Whittington et al., 2020, s.70)

De største aktørene i bvu-bransjen som Europris, Biltema og Clas Ohlson får alle store mengder produkter fra det internasjonale markedet, spesielt i Asia og omegn. Dette tilsier at leverandørene kjedene kan velge mellom er enorm. Dersom en ser på byttekostnadene knyttet til bytting av leverandører vil denne være tilnærmet moderat. Konsumere i Norge har lang erfaring med at leverandører på deres favorittprodukter byttes, og minimale produktendringer er generelt godtatt.

Leverandører har økt makt når de selv går inn, eller har mulighet til å gå inn i en bransje, eller kutte mellomledd. (Whittington et al., 2020, s.70) Dersom en ser på aktørene i bransjen kan en se at de aller fleste kutter mellomledd og har direkte kontakt med produsentene, dette fremmes av lavere kostnader og økt bærekrafts fokus. Produktene i bransjen kan anses å være lite komplekse og differensierte, samt med et godt utvalg leverandører vil ikke aktørene bli tvunget til et få knippe leverandører.

Da bvu-bransjens aktører henter mesteparten av varer på det internasjonale markedet, åpner det muligheten for en haug av leverandører. Byttekostnadene kan anses å være moderate da de fleste aktørene har kuttet mellomledd og produktene er lite komplekse og differensierte. Vi anser derfor trusselen om leverandørens forhandlingsmakt som *lav*.

Substitutter (Substitutt-trussel)

Substitutter er produkter eller tjenester som tilbyr den samme eller tilnærmet lik funksjon, men som ofte har en annen karakter. (Whittington et al., 2020, s.69) En høy trussel av substitutter er ofte med på å presse lønnsomheten i bransjen ned, og konkurransen mellom aktørene opp.

Bvu-bransjen fører som nevnt et bredt utvalg av varer, et overblikk over aktørens produktkategorier tilsier at mange av produktene yter tilnærmet lik funksjon som konkurrentene. Substitutter som produkter fra faghandler er absolutt relevant, men grunnet det brede vareutvalget vil kunden få tilgang til et bredere spekter av varer i en og samme butikk kontra en spesifikk faghandel.

Det kan anses å være store likheter mellom aktørene i bvu-bransjen og netthandelsaktører. Flere av aktørene i bvu-bransjen tilbyr også netthandel, men kontra aktørene vil en ren netthandel ofte ha større utvalg grunnet mindre kostnader knyttet til butikker. Fordelen til bvu-bransjen ligger i fysiske butikker der kunder kan se og ta på produkter, samt eliminere ventetiden.

Med et bredt vareutvalg vil trusselen fra faghandler minskes da kunder får flere forskjellige produkter i samme butikk. Nettbutikker tilbyr ofte større utvalg produkter, men har lengre leveringstid kontra handel i butikk. Vi anser derfor trusselen fra substitutter for å være *lav*.

Kunder (forhandlingsmakt)

Kjøpere er butikkenes direkte kunder, og dersom kjøpere har mye makt kan de forlange lave priser eller høye produkt- og serviceforbedringer. Kunder har ofte stor forhandlingsmakt når; et få antall kunder står for store mengder salg, lave byttekostnader mellom konkurrenter og kjøpers-konkurransetrussel. (Whittington et al., 2020, s.69)

I bvu-bransjen er de aller fleste mennesker kunder, da flere av tingene ikke selges i vanlig dagligvare. De siste årene har bedriftskontoer blitt populære blant aktørene, men kjedens mest verdifulle kunder er de kunder som er medlemmer av en kundeklubb. Ved å få kunder

i en kundeklubb kan en øke gjengangere ved personlige tilbud, og salg øker. Bransjen har dermed ikke et få antall kunder, men en stor base av kundemedlemmer med kjøpevaner.

Kostnaden ved å bytte aktører i bvu-bransjen er svært liten da de aller fleste områdene i Norge er representert med en eller flere aktører. Aktørene fører også som nevnt nokså like produkter, og med sammenligningssider på produktpriser er det lite som skal til for å bytte mellom aktørene. Konkurransen mellom kjøpere er å anse som å være høy da mesteparten av produktene til aktørene ikke er livsnødvendige, og kunder kan klare seg fint uten.

Selv om aktørene har et stort spekter kunder, kan klubbmedlemmer anses å stå for store mengder salg. Kostnaden ved å bytte aktør for kundene er svært lav da aktørene er godt representert rundt om i landet og ofte ikke langt unna hverandre. De aller fleste produktene er ikke livsnødvendige, og kunder kan klare seg fint uten dem. Vi anser dermed trusselen for kunders forhandlingsmakt som *høy*.

Oppsummering

Som konkludert i hver del kan vi si at; rivaliseringen mellom konkurrenter er *moderat*, trusselen for potensielle inntrengere er *moderat*, leverandørens forhandlingsmakt er *lav*, trusselen for substitutter er *lav* og kunders forhandlingsmakt er *høy*. Tabell 5 illustrerer oppsummeringen.

Porters Five Forces	Lav	Moderat	Høy
Rivalisering mellom konkurrenter		X	
Inntrengertrussel		X	
Leverandørens forhandlingsmakt	X		
Substitutt-trussel	X		
Kunders forhandlingsmakt			X

Tabell 5, Porters Five Forces Oppsummering

4.2 intern analyse

I dette kapittelet skal vi ta for oss den interne analysen. Vi begynner først med en VRIO analyse, for deretter å oppsummere analysen med en SWOT analyse.

4.2.1 VRIO

En VRIO-analyse skal hjelpe med å evaluere om, hvordan og i hvilken grad en bedrift har ressurser og kapasiteter som er verdifulle, sjeldne, uforlignelige og støttet av organisasjonen. Analysen gjennomføres for å få et bilde om selskapets konkurransekraft, og dersom ressursene fremmer et konkurransefortrinn. (Whittington et al., 2020, s.104) Tabell 6 under, viser VRIO-rammeverket.

VRIO rammeverk				
Verdifull?	Sjelden?	Vanskelig å imitere?	Støttet av organisasjonen?	Konkurransemessige implikasjoner
Nei	-	-	-	Konkurransemessig ulempe
Ja	Nei	-	-	konkurranseparitet
Ja	Ja	Nei	-	Midlertidig konkurransefordel
Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefordel

Tabell 6, VRIO rammeverk

Menneskelig kapital

Som en stor aktør i servicebransjen er den menneskelige kapitalen svært viktig for kjøpsopplevelsen kundene har. Ansatte med god kompetanse om produktene er derfor helt essensielt. Gjennom Europris-Akademiet skal selskapet sørge for god opplæring og utviklingsmuligheter. (Europris, 2023b) Gjennom økt kompetanse hos de ansatte økes også bedriftens tause kunnskap, noe som er svært verdifullt.

God kompetanse blant de ansatte anses å være svært verdifullt, men kan også være kostbart å opprettholde og videreutvikle. Kompetansen kan anses som lite krevende å kopiere dersom en sammenlikner med eksempelvis en faghandel.

Omdømme

Omdømme, eller også kalt varemerke blir betegnet som et navn, logo eller annet kjennemerke en virksomhet kan bruke for å skille sine varer og tjenester fra sine konkurrenter. (Digitaliseringsdirektoratet, 2022) Et godt varemerke kan bli svært verdifullt og en av de største bidragsyterne til nye kunder. Med en dominerende markedsandel og over 270 butikker er Europris godt representert i Norge. Dersom en ser på den tidligere nevnte kundeklubben ser vi at medlemstallet tilsvarer litt over 20% av den norske befolkningen. En kan påstå at en god fysisk representasjon og et familiært merkenavn kan være med å fremme omdømme.

Ser en derimot på Norsk Kundebarometer, gjennomført av Handelshøyskolen BI i over 20 år, scorer Europris i 2022 lavere i forhold til konkurrenter på tilfredshet, dog med høyere lojalitet. (Norsk Kundebarometer, 2022) Sammenlikner vi året 2022 med 2021 og 2020 i undersøkelsen, ser vi at tilfredsheten har sunket, mens lojaliteten har økt.

Et merkenavn er å kunne betegne som ikke-imiterbar, men det er mulig å tilpasse gjennom markedsføring for å endre kundenes preferanser og dermed imitere egenskapene. Med en enorm kundemasse, samt butikker godt representert over hele landet, er Europris sitt omdømme svært verdifullt.

Lokalisering

Lokalisering er svært viktig da bransjen er ekstremt konkurranseutsatt. Europris er som nevnt godt representert over hele landet med over 270 butikker, samt nettbutikk. God lokalisering er sjeldent i bransjen, og tilgangen på nye lokaler anses som presset med flere konkurrenter. Europris har som tidligere nevnt et mål om å åpne ca 5 nye butikker hvert år, samt “fornye” eksisterende.

Dersom en ser på antall butikker på en av de største direkte konkurrentene, Clas Ohlson, har Europris over 180 flere butikker. Ser en derimot på “nykommeren” Normal, med langt flere butikkåpninger, har Europris “bare” over 150 flere butikker. Europris har altså langt flere eksisterende lokasjoner enn konkurrentene.

Ressursen kan anses å være svært verdifull, da attraktive lokasjoner fremmer økt kundemasse. Vi anser at ressursen også sjelden i den grad av den pressede tilgangen av lokaler i markedet.

Samarbeidsavtaler

Som tidligere nevnt er BVU-bransjen svært konkurranseutsatt og lave priser er en stor bidragsyter til nye kunder. Lave innkjøpspriser er derfor essensielt for å holde tritt med konkurransen. Europris har en pan-nordisk sourcing-avtale med deleide svenske ÖoB og finske Tokmanni. Europris og Öob har nokså likt produktsortiment og er på vei til å innføre like produkter (eksempel her er “Effekt”), noe som kan skape større produktbestillinger og økt forhandlingsmakt. Samarbeidsavtalen skaper direkte stordriftsfordeler, noe som er kritisk i bransjen. Avtalen er svært verdifull og kan anses som sjelden da liknende avtaler er begrenset til et fåtall aktører i bransjen.

Oppsummering

Tabell 7 oppsummerer de viktigste funnene vi har gjort i VRIO-analysen.

VRIO Oppsummering					
Ressurs	Verdifull?	Sjelden?	Vanskelig å immitere?	Støttet av organisasjonen?	Konkurransmessige implikasjoner
Menneskelig kapital	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurranseparitet
Omdømme	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurranseparitet
Lokalisering	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig konkurransefordel
Samarbeidsavtaler	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig konkurransefordel

Tabell 7, VRIO oppsummering

4.2.2 SWOT

Gjennom fremstillingen av en SWOT analyse kan vi oppsummere den strategiske analysen gjort ovenfor av Europris. Analysen består av følgende (oversatt); *styrker, svakheter, muligheter og trusler*. Den interne analysen skaper grunnlaget for styrker og svakheter, og den eksterne analysen skaper muligheter og trusler.

Styrker	Svakheter
- Samarbeidsavtaler	- Begrenset
- Lokasjon	produkt differensiering
- Omdømme	- Avhengig av det norske markedet
	- Lav online omsetning
Muligheter	Trusler
- Netthandelvekst	- Redusert konsum
- Automatisering	- Nye konkurrenter
- Nye markeder	- Valutaendringer

Tabell 8, SWOT-analyse

Som presentert i tabell 8 kan samarbeidsavtaler, lokasjon og omdømme anses å være Europris sine styrker. Begrenset produkt differensiering, svært avhengig av kun det norske markedet og lav nettbasert omsetning kan betraktes å være konsernets svakheter. Muligheter konsernet kan vurdere videre er sterkere vekst i netthandelen, automatisering av flere ledd og ekspandere i nye markeder utenfor Norge. Konsernet burde være forberedt på endringer i konsum og valuta, samt nye konkurrenter.

5 Regnskapsanalyse

En regnskapsanalyse går, ifølge Hoff & Pedersen ut på å; “gjennomføre en grundig og systematisk vurdering av den foreliggende regnskapsinformasjon, med sikte på å avdekke og klargjøre bedriftens økonomiske stilling og utvikling”. (Hoff & O. Pedersen, 2019, s.181) Man kan dele den tradisjonelle regnskapsanalysen inn i tre deler; (1) rentabilitet-, (2) likviditet-, og (3) soliditetsanalyser. Dette blir begrunnet med at det er forskjellige interessenter som vektlegger ulik informasjon.

Vi har valgt å basere vår regnskapsanalyse på de siste fem årene (2018-2022), hvor tallene er hentet direkte fra årsrapportene som blir innlevert til Brønnøysundregistrene og videreformidlet gjennom proff.no. Det blir ikke gjennomført en omgruppering av regnskapet på grunnlag av ingen unormale poster av betydelig størrelse. Konsernet tok i bruk IFRS 16

i 2019, noe som medfører forskjellig regnskapsrapportering i 2018, dette blir kommentert der det forekommer merkverdige forskjeller.

Ordinært resultatregnskap og balanse blir presentert i de første delkapitlene og blir utgangspunktet for analysen. Videre vil det bli gjennomført de ulike regnskapsanalysene som nevnt ovenfor, før de oppsummeres.

De ulike regnskapsanalysene vurderes forskjellige når det kommer til selve konsernet eller sammenliknet med konkurrenter. Europris og de andre aktørene i bvu-bransjen, kan som tidligere nevnt ikke anses som å være helt like. For å finne sammenlignbare selskaper har vi valgt å sammenligne med konkurrerende kjeder, som tidligere nevnt; Rusta, Nille og Clas Ohlson.

5.1 Resultatregnskap

Resultatregnskap					
Tall i NOK 1 000	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	5 816 984	6 234 389	8 012 629	8 649 146	9 015 766
Varekostnad	3 298 296	3 543 730	4 534 134	4 583 816	4 832 774
Lønnskostnader	898 504	985 347	1 138 193	1 230 302	1 295 131
Ordinær avskrivning	90 743	515 673	539 927	571 223	611 035
Andre driftskostnader	942 369	611 057	634 794	750 996	836 481
Sum driftskostnader	5 229 912	5 655 807	6 847 048	7 136 337	7 575 421
Driftsresultat	587 073	578 582	1 165 580	1 512 808	1 440 345
Netto finansielle poster	(40 942)	(98 172)	(139 068)	(94 428)	(107 427)
Fortjeneste fra tilknyttede selskaper	6 400	-	2 600	(4 386)	4 047
Resultat før skatt	552 531	480 410	1 029 112	1 413 995	1 336 965
Skatter	123 400	105 068	225 489	312 060	293 242
Årsresultat	429 132	375 342	803 624	1 101 935	1 043 723

Tabell 9, Resultatregnskap Europris ASA

5.2 Balanse

Balanse					
(Tall i NOK 1000)	2018	2019	2020	2021	2022
Eiendeler					
Immatrielle eiendeler	2 040 688	2 044 669	2 062 334	2 730 061	2 875 288
Annlegsmidler	262 063	2 743 235	2 588 921	2 814 094	2 906 989
Finansielle eiendeler	166 952	151 266	168 886	190 534	246 617
Sum Anleggsmidler	2 469 703	4 939 170	4 820 141	5 734 689	6 028 893
Inventar	1 573 233	1 550 331	1 633 927	1 999 111	2 383 837
Kundefordringer	185 712	181 774	195 287	215 534	215 175
Andre fordringer	101 722	76 417	87 816	116 534	132 793
Kontanter	426 967	568 036	540 056	570 775	464 488
Sum Omløpsmidler	2 287 634	2 376 558	2 457 086	2 901 954	3 196 294
Totale eiendeler	4 757 337	7 315 728	7 277 227	8 636 643	9 225 187
Egenkapital og gjeld					
Innskutt egenkapital	213 251	234 946	229 946	233 342	234 737
Opptjent egenkapital	1 575 677	1 742 829	1 983 662	2 385 534	2 727 525
ikke-kontrollerende interesser	-	-	-	268 981	322 278
SUM egenkapital	1 788 928	1 977 775	2 213 608	2 887 857	3 284 540
Avsetninger	45 146	31 771	4 726	50 339	55 533
Langsiktige lån	1 649 528	14 280	995 082	1 095 282	1 090 349
Leieforpliktelser	-	2 003 993	1 850 561	1 914 794	2 015 033
SUM langsiktig gjeld	1 694 674	2 050 044	2 850 369	3 060 415	3 160 915
Kortsiktige lån	-	1 642 007	-	-	-
Kortsiktige leieforpliktelser	-	414 088	473 739	490 164	521 958
Leverandørgjeld	533 643	616 769	742 753	843 733	876 366
betalbar skatt	124 140	116 500	251 879	324 057	291 466
Skyldige offentlige avgifter	251 540	243 072	323 511	376 036	393 686
Salgsopsjonsansvar	-	-	-	246 528	281 221
Annen kortsiktig gjeld	344 512	255 472	422 368	407 854	415 035
SUM kortsiktig gjeld	1 253 835	3 287 908	2 214 250	2 688 372	1 779 732
SUM Gjeld	2 948 509	5 337 952	5 064 619	5 748 787	5 940 647
SUM egenkapital og gjeld	4 202 344	8 625 860	7 278 869	8 437 159	9 225 187

Tabell 10, Balanse Europris ASA

5.3 Lønnsomhet

Lønnsomhet kan sies å være differansen mellom totale inntekter og totale kostnader.

Lønnsomhetsanalyser måler bedriftens lønnsomhet, både i forhold til investert kapital og i forhold til omsetning. Videre blir det presentert tre av de vanligste lønnsomhetsanalysene; driftsmargin, totalkapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet. Utviklingen i grafene er tatt ut ifra et 5 års perspektiv, 2018-2022.

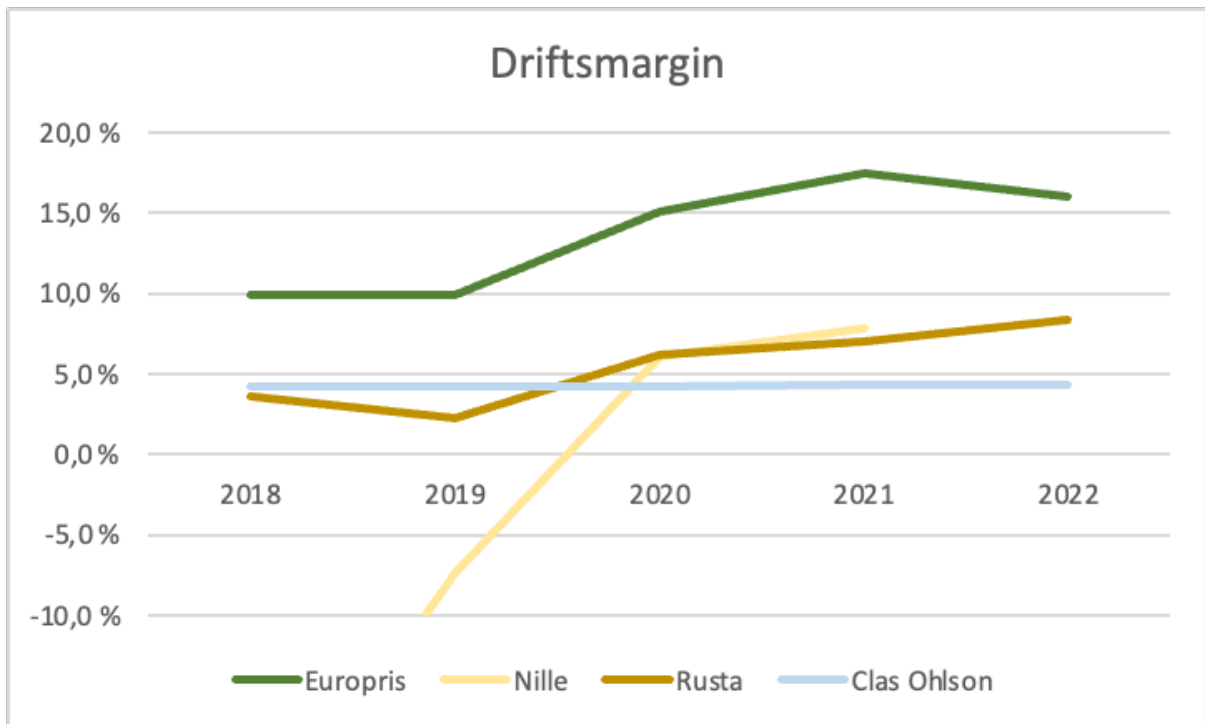
5.3.1 Driftsmargin

Driftsmarginen er et nøkkeltall som viser “hvor stor andel av driftsinntektene bedriften har igjen før finansielle forhold trekkes inn”. (Hoff & O. Pedersen, 2019, s.220) Altså hvor mye profitt selskapet oppnår per omsatt krone før renter og skatt. Driftsmarginen gir en pekepinn på hvor lønnsom en bedrift er, og en høy driftsmargin kan indikere at bedriften tjener mye per omsatt krone. Formel 13 viser utregningen som vi har benyttet oss av for å finne driftsmarginen.

$$\text{Driftsmarginen} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} * 100\%$$

Formel 13, Beregning av Driftsmargin

Når en regner ut driftsmarginen er det normalt å sammenligne tallene med andre selskaper i samme næring. Tall til konkurrenter er hentet fra proff.no. Som en ser på figur 4 ligger Europris markant høyere enn de sammenlignede konkurrentene.



Figur 4, Driftsmargin Europris og konkurrenter

5.3.2 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten viser oss “hvor stor inntjening bedriften har hatt på den totale kapitalen som er investert i bedriften i en gitt periode, uavhengig av andelen egenkapital og gjeld”. (Hoff & O. Pedersen, 2019, s.208) Totalkapitalrentabiliteten bør minst være lik den gjennomsnittlige lånerenten bedriften betaler for sine lån, og målsetting for normal risiko bør ligge på rundt 5-6% høyere enn bankrenten. (Hoff & O. Pedersen, 2019, s.210)

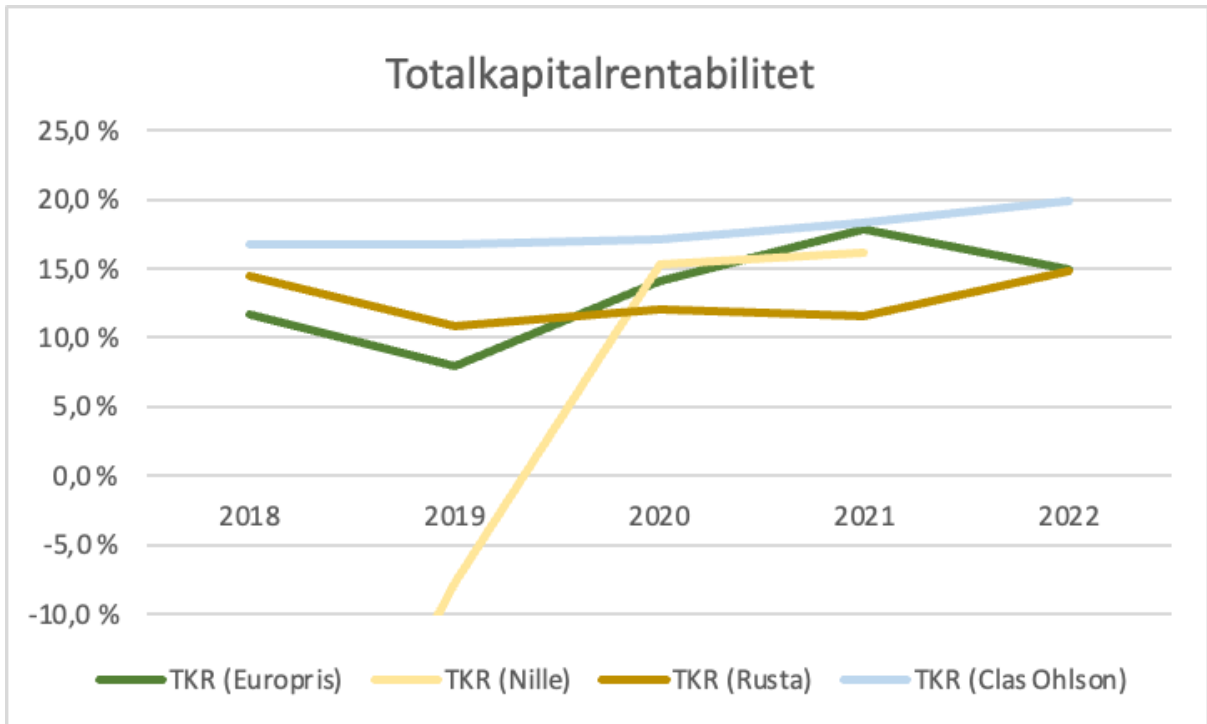
Totalkapitalrentabiliteten viser total kapitalens avkastning ved normal drift, og ser her bort fra eventuelle ekstraordinære inntekter / kostnader. Formel 14 viser utregningen av total kapitalrentabiliteten (RTK).

$$R_{TK} = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad} + \text{rentekostnader}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}} * 100\%$$

Formel 14, Beregning av Rtk

For å få et mer helhetlig bilde av hvordan Europris ligger an i markedet, velger vi å sammenlikne med andre konkurrenter som tidligere nevnt. Tallene fra de respektive andre selskapene er hentet fra proff.no da disse ikke er børsnoterte og fører offentlige årsrapporter.

Som en kan se i figur 5 ligger Europris på et nokså høyt nivå sammenliknet med konkurrentene, og har hatt en god økning siden 2019.



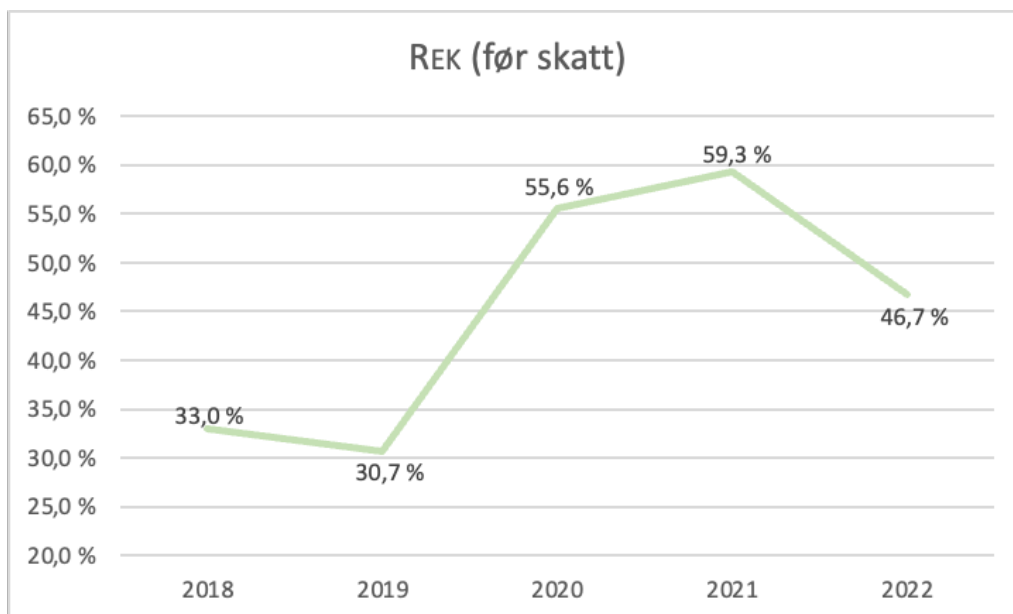
Figur 5, Tkr Europris og konkurrenter

5.3.3 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet sier noe om forrentningen investorer får på egenkapitalen de selv har tilført selskapet. Altså hvor godt et selskap klarer å bruke sin egenkapital til å skape fortjeneste. Hvor høy egenkapitalrentabiliteten bør være varierer, men et generelt mål kan være en egenkapitalrentabilitet før skatt på 18-20% basert på en innskuddsrente i bank på ca. 3% per år. (Hoff & O. Pedersen, 2019, s.216-217) Formel 15 viser utregningen vi har brukt til å finne egenkapitalrentabiliteten før skatt (REK).

$$REK \text{ (før skatt)} = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} * 100\%$$

Formel 15, Beregning av Rek (før skatt)



Figur 6, Rek (før skatt) Europris

Som en kan se fra figur 6 er Europris sin REK de siste fem årene godt over det generelle målet. Den markante økningen i 2020 til 2022 kan skyldes, blant annet, korona-pandemien og dens utslag på nordmenns handlevaner.

5.4 Likviditet

Likviditet er et uttrykk for betalingsevnen bedriften har til å betale sine løpende utgifter. Likviditetsanalyser er analyser som omhandler bedriftens evne til å dekke dens løpende betalingsforpliktelser, samt vurdering av eventuelle tiltak som kan forbedre bedriftens likvide stilling. De mest normale nøkkeltallene her beregnes ut fra bedriftens balanse, og vurderer omløpsmidlenes størrelse i henhold til den kortsiktige gjelden. (Hoff & O. Pedersen, 2019, s.238) Følgende skal vi analysere likviditeten ved likviditetsgrad 1 og 2.

5.4.1 Likviditetsgrad 1

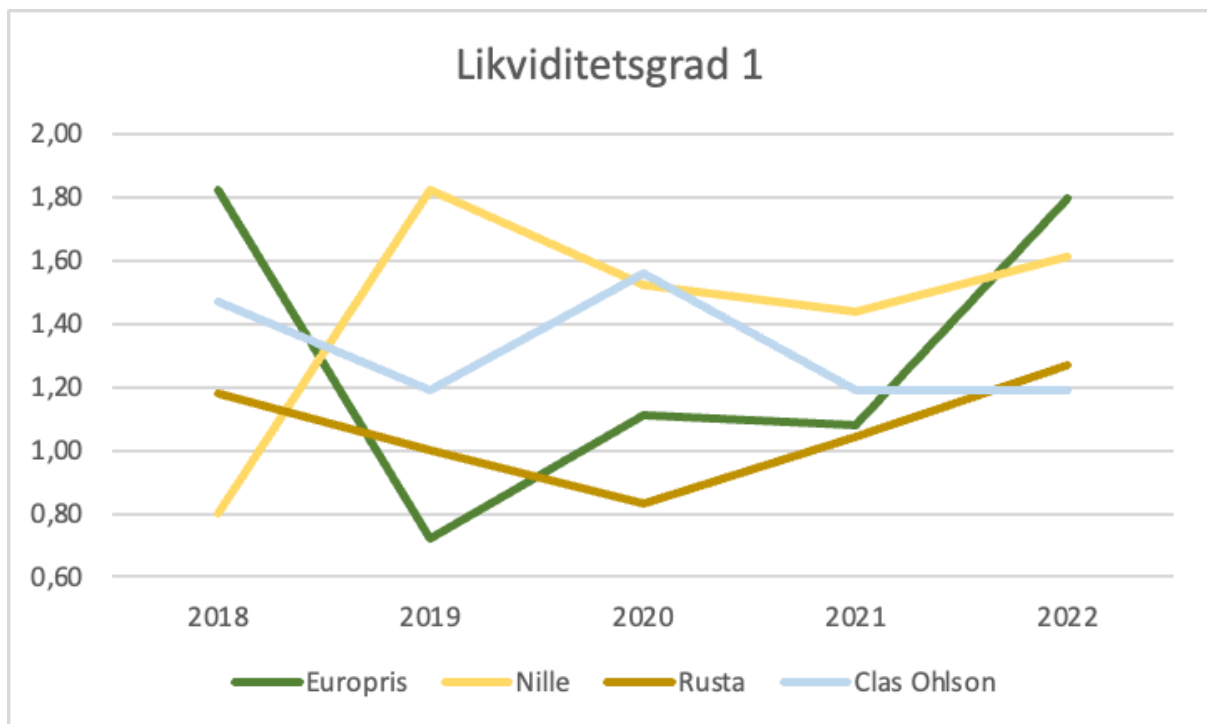
Likviditetsgrad 1 forteller oss noe om bedriftens evne til å betale kortsiktig gjeld, forutsatt at varebeholdningen kan bli brukt til å dekke kortsiktige forpliktelser. Nøkkeltallet brukes normalt for å gi en rask pekepinn på bedriftens kortsiktige soliditet. Verdien på nøkkeltallet burde normalt sett være større enn 2, for å tilsi at omløpsmidlene dekker den kortsiktige

gjelden til å møte betalingsforpliktelsene. (Visma, u.å.) Formel 16 viser utregningen av likviditetsgrad 1.

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

Formel 16, Beregning av Likviditetsgrad 1

Figuren under viser likviditetsgrad 1 som verdier på y-aksen, og en femårig periode på x-aksen. Europris hadde en kraftig nedgang i nøkkeltall verdien i 2019, dette kan skyldes en stor tilbakebetaling av lån. Siden 2019 har Europris hatt et økende nøkkeltall verdi, men foregående år har Europris lagt nokså lavt sammenliknet med konkurrentene, før de i 2022 hadde den høyeste av konkurrentene.



Figur 7, Likviditetsgrad 1 Europris og konkurrenter

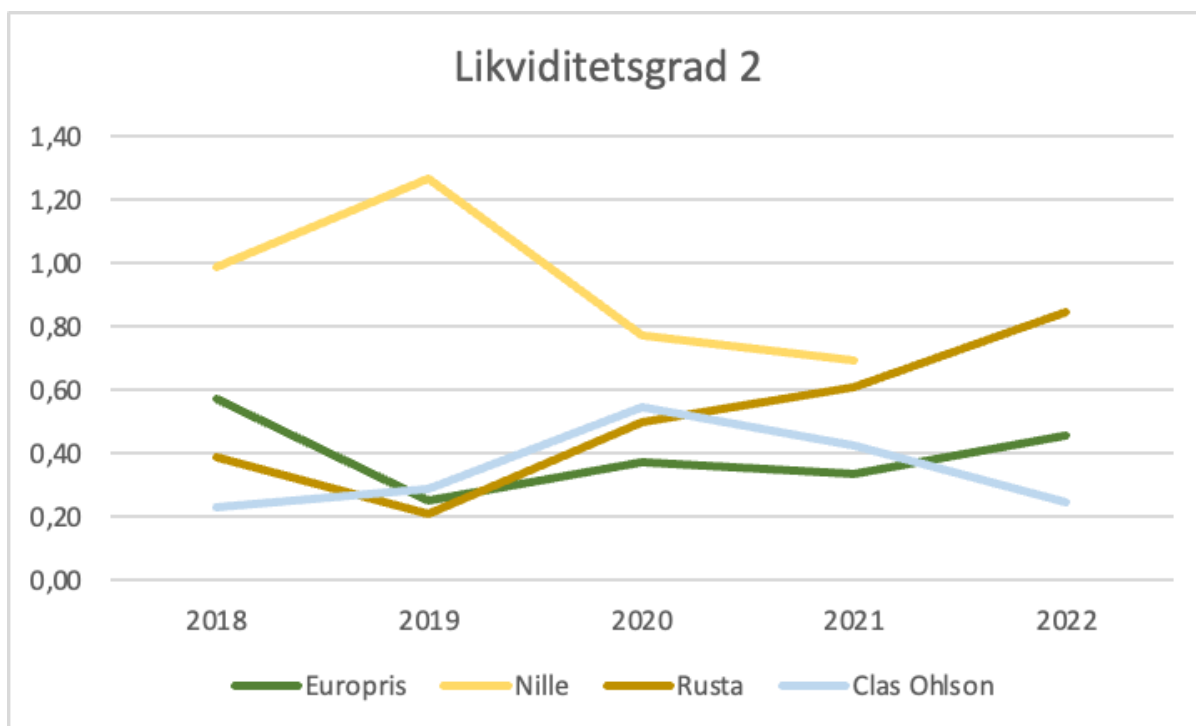
5.4.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 gir en antydning til selskapets kortsiktige likviditet. Verdien bør være større enn 1, da det vil si at bedriften er i stand til å betale alle de kortsiktige forpliktelsene. Formel 18 viser utregningen vi har benyttet oss av til å regne ut likviditetsgrad 2.

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

Formel 17, Beregning av Likviditetsgrad 2

Figuren under viser likviditetsgrad 2 på y-aksen og en femårig periode på x-aksen. Europris og de sammenlignbare selskapene, foruten Nille, tilfredsstillers ikke likviditetsgrad 2, og ligger på et nokså lavere nivå enn anbefalt. Europris har et snitt på ca 0,4, og mer enn halverte seg fra 2018-2019, dette skyldes overgangen til IFRS 16 og regnskapsføringen av operasjonelle leieavtaler.



Figur 8, Likviditetsgrad 2 Europris og konkurrenter

5.5 Soliditet

Soliditet uttrykker bedriftens evne til å tåle tap. Følgende presenterer vi to former for soliditetsanalyser; egenkapitalandel og gjeldsgrad.

5.5.1 Egenkapitalandel

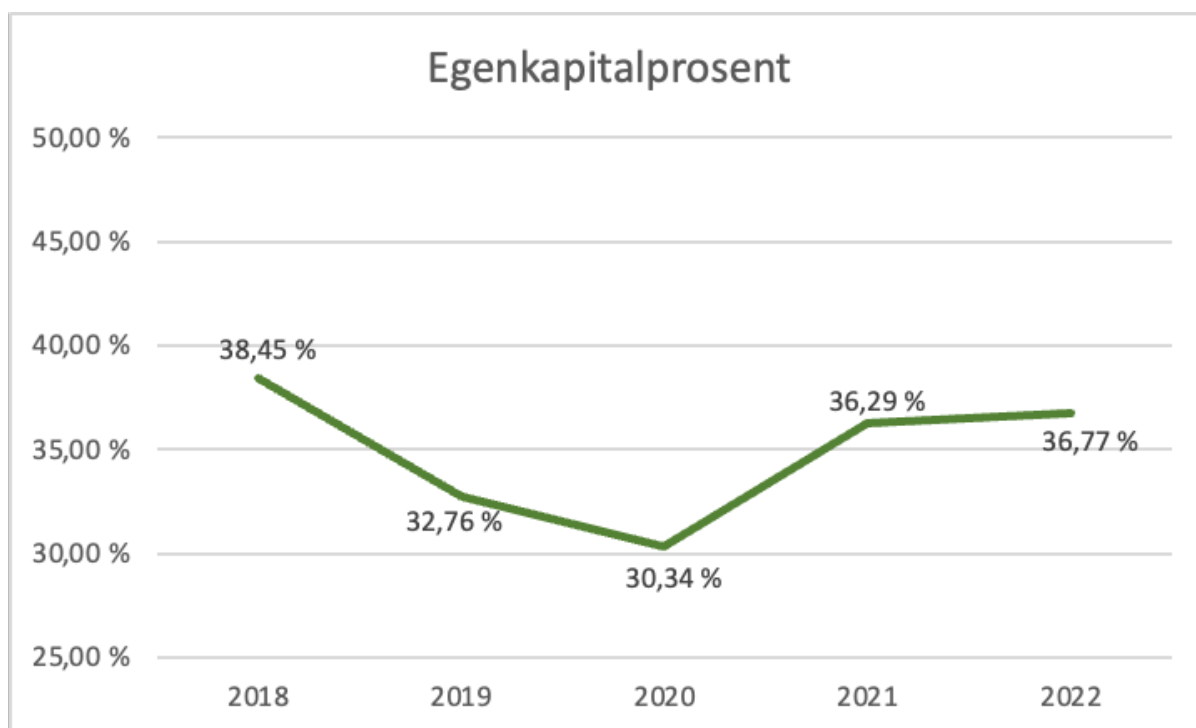
Egenkapitalandel, også kalt egenkapitalprosent, viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapitalen. Nøkkeltallet er en indikator på den langsiktige stabiliteten til

bedriften og viser hvor mye bedriften er avhengig av finansiering fra aksjonærer. En høy egenkapitalprosent er et mål, da den øker kredittverdigheten til bedriftene og muligheter for gunstig finansiering. (Hoff & O. Pedersen, 2019, s.276) Formel 18 viser utregningen vi har benyttet oss av til å finne egenkapitalprosenten.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} * 100\%$$

Formel 18, Beregning av Egenkapitalandel

Figuren under viser Europris sin egenkapitalprosent på y-aksen og en femårig periode på x-aksen. Vi ser at Europris sin egenkapitalprosent har lagt mellom 30- og 40%, med en nedgang fra 2018, og en solid oppgang fra 2020. Hoff & O. Pedersens anbefaling er at en tilvirkningsbedrift med normal forretningsrisiko bør ha en egenkapitalprosent på 30-35%, og en handelsbedrift kan ligge noe lavere. (Hoff & O. Pedersen, 2019, s.277) Europris ligger dermed godt innenfor de anbefalte målene.



Figur 9, Egenkapitalprosent Europris

5.5.2 Gjeldsgrad

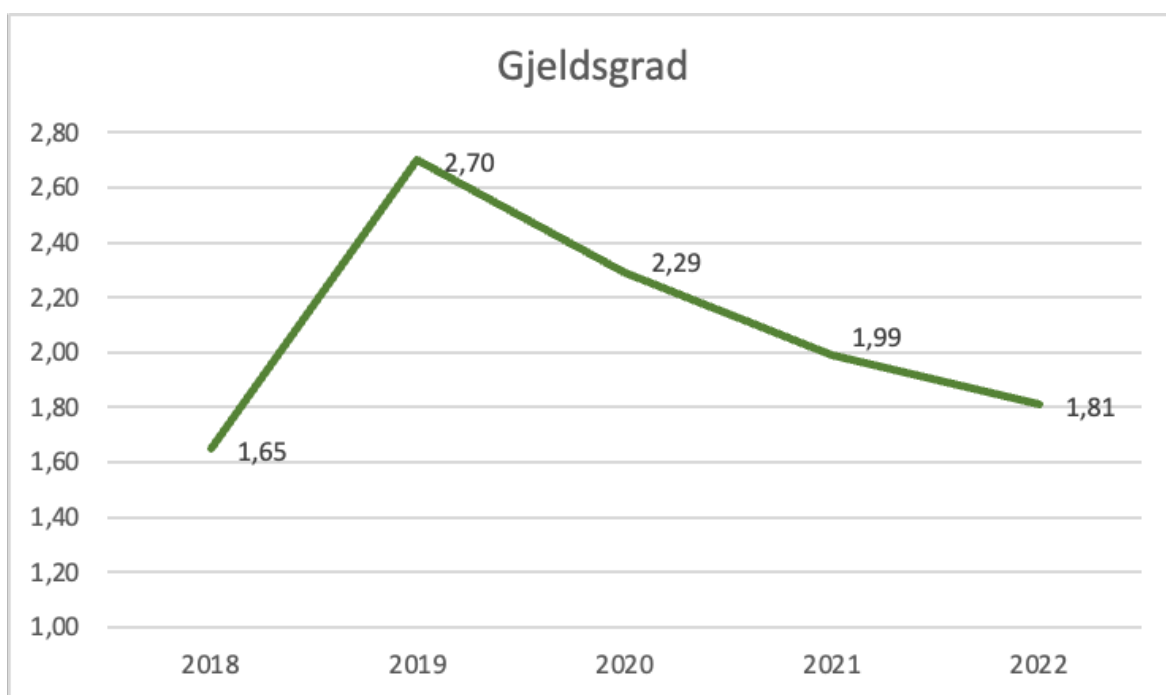
Gjeldsgraden viser hvor mye av eiendelene som er finansiert gjennom gjeld, i forhold til egenkapitalen. Altså hvor mye av finansieringen som kommer fra gjeld, og hvor mye som

kommer fra aksjonærer. Desto mer gjeld selskapet bruker til å finansiere virksomheten, desto høyere er antatt risiko. Formel 19 viser utregningen vi har brukt til å regne ut gjeldsgraden.

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

Formel 19, Beregning av Gjeldsgrad

Figuren under viser Europris sin gjeldsgrad på y-aksen og en femårig periode i x-aksen. Som vi kan se fra grafen økte den markant i 2019, noe som kan blant annet skyldes overgangen til IRFS 16. Siden 2019 har gjeldsgraden vært synkende, noe som reduserer den finansielle risikoen knyttet til bedriften. (Hoff & O. Pedersen, 2019, s.279)



Figur 10, Gjeldsgrad Europris

5.6 Oppsummering

Basert på vår regnskapsanalyse ser vi at Europris har en markant høyere driftsmargin enn konkurrentene. Når det gjelder total kapitalrentabilitet har den vært økende og ligger nært konkurrentene. Egenkapitalrentabiliteten har vært svært økende siden 2019, men noe avtakende fra 2021.

Likviditetsgrad 1 har variert mye, men siden 2020 har det vært på et akseptabelt nivå, og med en markant økning fra 2021. Sammenliknet med konkurrentene trumfer Europris med høyest likviditetsgrad 1 i 2022. Dersom vi ser på likviditetsgrad 2 ligger denne godt under akseptabelt nivå, men sammenliknet med konkurrentene ligger Europris nokså likt.

Egenkapitalandelen til selskapet har de siste fem årene lagt innenfor anbefalingene fra Hoff & O. Pedersen og har siden 2020 lagt noe over anbefalingen. Gjeldsgraden økte markant i 2019, noe som skyldes overgangen til IFRS 16, men har siden vært stabilt synkende.

Dersom vi ser på det helhetlige bildet, har Europris en god regnskapsmessig stilling og lønnsomhet sammenliknet med konkurrentene, samt en god utvikling på nøkkeltallene.

6 Fremtidsregnskap

For å estimere et fremtidsregnskap tar vi utgangspunkt i vår strategiske analyse i kapittel 4, samt historiske regnskapstall i vår regnskapsanalyse under kapittel 5. Estimeringen av de fremtidige kontantstrømmene vil senere bli brukt som utgangspunkt i den fundamentale verdsettelsen. Fremtidsregnskapet blir estimert fem år fremover.

6.1 Driftsinntekter

Driftsinntektene til Europris ASA består av flere drivere, hvor den største er direkte eide butikker. De andre inntektsdriverne er deleide datterselskaper, salg fra grossist til franchisebutikker og til slutt franchise avgifter og andre inntekter. Siden alle inntektsdriverne blir primært påvirket av de samme faktorene, samles de under.

Tall i NOK 1 000	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Driftsinntekter	5 816 984	6 234 389	8 012 629	8 649 146	9 015 766	
Endring i %	7 %	7 %	29 %	8 %	4 %	11 %

Tabell 11, Historiske driftsinntekter fra år 2018-2022

Ut fra de historiske driftsinntektene vist i tabell 11 ser vi at konsernet har de siste årene hatt store svingninger i inntekter, dette skyldes primært korona-pandemien. Gjennomsnittlig endring i driftsinntekter blir derfor gunstig høy, og lite pålitelig ved fremtidig prognose.

Ut fra den strategiske analysen, samt uttalelsene i årsrapporten 2022 forventer vi at husholdningers konsum vil avta, før det etter hvert vil stabilisere seg. Med dette i mente forventer vi at de første estimerte årene vil ha avtagende til liten vekst, for å så stabilisere seg videre til den historiske veksten selskapet har hatt tidligere.

Tall i NOK 1 000	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027	Snitt
Driftsinntekter	9 105 924	9 379 101	9 754 265	10 339 521	10 959 893	
Endring i %	1 %	3 %	4 %	6 %	6 %	4 %

Tabell 12, Estimerte fremtidige salgsinntekter

6.2 Driftskostnader

Driftskostnader er kostnader som fremkommer direkte fra driften av selskapet. Driftskostnadene til Europris består primært av varekostnad, lønnskostnad og andre driftskostnader.

Varekostnad

Varekostnad er Europris sin største kostnadsdriver, og som en ser fra tabell 13 har denne i snitt utgjort ca 55% av totale driftsinntekter.

Tall i NOK 1 000	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Varekostnad	3 298 296	3 543 730	4 534 134	4 583 816	4 832 774	
% av Driftsinntekter	57 %	57 %	57 %	53 %	54 %	55 %

Tabell 13, Historiske varekostnader fra år 2018-2022

Ut fra tabell 13 ser vi at varekostnadsprosenten har holdt seg nokså stabil, før et fall etter 2020. Fallet kan begrunnes med fastrenteavtale for inngående frakt og valutasikring i 2021 og valutatap i 2020. Grunnet mer stabile shippinggrater, oljepriser og økte stordriftsfordeler forventer vi at Europris vil ligge nærmere normalen de to siste årene på ca 54%.

Lønnskostnad

Tall i NOK 1 000	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Lønnskostnader	898 504	985 347	1 138 193	1 230 302	1 295 131	
% av Driftsinntekter	15 %	16 %	14 %	14 %	14 %	15 %

Tabell 14, Historiske lønnskostnader fra år 2018-2022

Som vi ser fra tabell 14 har de gjennomsnittlige lønnskostnadene vært på 15%. Nivået har historisk vært stabilt, selv under korona-pandemien med økning i sykefravær og hjemmekontor.

Med store tariffavtale-spekulasjoner og høy inflasjon forventer vi en liten økning i året som kommer, men en forventet nedgang i sykefraværet fra korona-pandemien vil motvirke dette. Selv med en fremtidig økning i antall butikker og lønnskostnader fra datterselskaper forventer vi at prosenten vil ligge stabilt på 14% på bakgrunn av økningen i salgsinntekter.

Andre driftskostnader

Tall i NOK 1 000	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Andre driftskostnader	942 369	611 057	634 794	750 996	836 481	
% av Driftsinntekter	16 %	10 %	8 %	9 %	9 %	10 %

Tabell 15, Historiske andre driftskostnader fra år 2018-2022

Andre driftskostnader har siden 2019 vært nokså stabil med et snitt på 9%, den store nedgangen fra 2018 skyldes overgangen til IFRS 16, noe som gjenspeiler seg i avskrivningene. Med 2018 økes snittet til 10%, dette har vi valgt å se bort fra, og forventer videre en stabil prosent på ca 9%.

Oppsummering driftskostnader

Da vi til nå har estimert varekostnad, lønnskostnad og andre driftskostnader, noe som gjør det mulig å beregne driftskostnadene i sum.

Tall i NOK 1 000	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Varekostnad	4 917 199	5 064 715	5 267 303	5 583 342	5 918 342
Lønnskostnad	1 274 829	1 313 074	1 365 597	1 447 533	1 534 385
Andre driftskostnader	819 533	844 119	877 884	930 557	986 390
Sum driftskostnader	7 011 561	7 221 908	7 510 784	7 961 431	8 439 117

Tabell 16, Estimerte fremtidige driftskostnader

Figur 17 viser oss fremtidige driftsinntekter og driftskostnader som samlet gir EBITDA, som er driftsresultat før av- og nedskrivninger, skatt og renter.

Tall i NOK 1 000	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Driftsinntekter	9 105 924	9 379 101	9 754 265	10 339 521	10 959 893
Driftskostnader	7 011 561	7 221 908	7 510 784	7 961 431	8 439 117
EBITDA	2 094 362	2 157 193	2 243 481	2 378 090	2 520 775

Tabell 17, Estimert fremtidig EBITDA

6.3 Avskrivninger

Tall i NOK 1 000	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Ordinær avskrivning	90 743	515 673	539 927	571 223	611 035	
% av Driftsinntekter	2 %	8 %	7 %	7 %	7 %	6 %

Tabell 18, Historiske avskrivninger fra år 2018-2022

Som en ser fra tabell 18 har de gjennomsnittlige avskrivningene lagt på 6%. Det store hoppet fra 2018-2019 skyldes primært overgangen til IFRS 16. Vi forventer at avskrivningene vil holde seg på stabile 7%, noe den har lagt på siden overgangen til IFRS 16. Avskrivningene vil naturligvis følge utviklingen med åpningen av nye butikker, samt “nylig” kjøpte datterselskaper.

Med utregningen av de fremtidige avskrivninger kan vi beregne EBIT, altså driftsresultat før renter og skatt

Tall i NOK 1 000	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
EBITDA	2 094 362	2 157 193	2 243 481	2 378 090	2 520 775
Avskrivninger	637 415	656 537	682 799	723 766	767 192
EBIT	1 456 948	1 500 656	1 560 682	1 654 323	1 753 583

Tabell 19, Estimert fremtidig EBIT

6.4 Skatt

Skattesatser	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Effektiv skattesats	22,33 %	21,85 %	21,94 %	21,93 %	22,12 %	
Nominell skattesats	23 %	22 %	22 %	22 %	22 %	
Differanse	-0,67 %	-0,15 %	-0,06 %	-0,07 %	0,12 %	-0,17 %

Tabell 20, Historiske skattesatser fra år 2018-2022

Som man kan se fra tabell 20 har Europris hatt en effektiv skattesats som er svært lik den nominelle norske selskapsskatten. En liten økning i 2022 kan skyldes datterselskaper som også opererer i Sverige og Danmark, hvorav Sverige har høyere nominell selskapsskatt enn Norge. Fremover forventer vi på bakgrunn av de historiske tallene at konsernet vil tett følge den nominelle skattesatsen i Norge, som nå er, og ser som nevnt i VRIO analysen ut til å bli

22% fremover. På bakgrunn av datterselskapets drift i Sverige forventer vi at konsernet vil ha en ørliten høyere effektiv skattesats, noe som ble gjenspeilet i 2022.

6.5 Investeringer

Vi beregner Europris sine investeringer ved bruk av følgende formel:

$$\text{UB anleggsmidler} + \text{Avskrivninger} - \text{IB anleggsmidler} = \text{Investeringer}$$

Formel 20, Beregning av Investeringer

Tall i NOK 1 000	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
UB Anleggsmidler	262 063	2 743 235	2 588 921	2 814 094	2 906 989	
Avskrivninger	90 743	515 673	539 927	571 223	611 035	
IB Anleggsmidler	272 540	262 063	2 743 235	2 588 921	2 814 094	
Investeringer	80 266	2 996 845	385 613	796 396	703 930	
% av driftsinntekter	1,4 %	48,1 %	4,8 %	9,2 %	7,8 %	14,3 %
					Snitt 2020-2022	7,3 %

Tabell 21, Historiske Investeringer fra år 2018-2022

Som vi kan se fra tabell 21 var investeringene i 2019 unormalt høye, dette skyldes primært overgangen til IFRS 16 og rapporteringen av leasingavtaler. Vi ser derfor bort fra dette og vil ta utgangspunkt i et treårig perspektiv fra 2020-2022. Investeringene i disse årene har vært høye da det har skjedd en håndfull oppkjøp, og vil sannsynligvis dette fremover òg.

Konsernet har også en opsjon om å kjøpe de resterende 80% av Öob som kan utøves i 2020 innen 6 måneder etter enighet om Öob`s EBITDA. (*Europris ASA 2022d, s.31*) Det er fortsatt uenigheter mellom partene, men vi forventer at de kommer til en endelig enighet i løpet av 2023. (Pedersen Bjergaard, u.å.) På bakgrunn av dette forventer vi at den høye andelen investeringer vil fortsette i 2023, før det vil avta fremover da det ikke er presentert nye investeringer fra konsernet.

6.6 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen blir i regnskapsmessig sammenheng definert som differansen mellom omløpsmidler og langsiktig gjeld. Verdien har svinget enormt de siste fem årene, og for å få et bedre estimat i fremtidsregnskapet regner vi arbeidskapitalen som en prosent av omsetningen.

Tall i NOK 1 000	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt
Omløpsmidler	2 287 634	2 376 558	2 457 086	2 901 954	3 196 294	
Kortsiktig gjeld	1 253 835	3 287 908	2 214 250	2 688 372	1 779 732	
Arbeidskapital	1 033 799	(911 350)	242 836	213 582	1 416 562	
Omsetning	5 816 984	6 234 389	8 012 629	8 649 146	9 015 766	
% av omsetning	17,8 %	-14,6 %	3,0 %	2,5 %	15,7 %	4,9 %
					Snitt uten 2019	9,75 %

Tabell 22, Historisk endring i arbeidskapital fra år 2018 til 2022

Som vi ser fra tabellen kommer snittet på 4,9%, dette er preget av en unormal høy kortsiktig gjeld i 2019 som skyldes overgangen til IFRS 16. Vi ekskluderer derfor 2019 fra gjennomsnittet og får et nytt snitt på 9,75%. Endringen i arbeidskapitalen blir naturligvis endringen i arbeidskapitalen mellom de forskjellige årene, og vil med dette variere ut fra omsetningen.

6.7 Oppsummering

Tabell 23 viser en oppsummering av de fremtidige kontantstrømmene vi har estimert, inkludert FCFF (free cash flow to the firm). Vi bruker tallene videre i beregningen av terminalverdi i kapittel 9.

Tall i NOK 1 000	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Driftsinntekter	9 105 924	9 379 101	9 754 265	10 339 521	10 959 893
Driftskostnader	7 011 561	7 221 908	7 510 784	7 961 431	8 439 117
EBITDA	2 094 362	2 157 193	2 243 481	2 378 090	2 520 775
Avskrivinger	637 415	656 537	682 799	723 766	767 192
EBIT	1 456 947	1 500 656	1 560 682	1 654 324	1 753 583
Skatt	320 528	330 144	343 350	363 951	385 788
Investeringer	662 551	682 428	709 725	752 308	797 447
Endring arbeidskapital	(529 094)	26 624	36 564	57 039	60 462
avskrivinger	637 415	656 537	682 799	723 766	767 192
FCFF	1 640 377	1 117 997	1 153 842	1 204 792	1 277 079

Tabell 23, Oppsummering av fremtidige kontantstrømmer FCFF

6.8 Terminalvekst

Det vil være umulig å estimere nøyaktig terminalvekst til et selskap da det er en rekke uforutsigbare faktorer som kan slå inn. Likevel må vi finne en realistisk vekstverdi, som ikke kan være høyere enn veksten i økonomien, for å unngå antakelsen om at selskapet blir større enn økonomien. (Damodaran, 2012, s.306-307) Historiske data rapportert av IMF fra 1980 til 2023 viser at gjennomsnittlig BNP i Europa er på 0,6%. (IMF, 2023) Norges Bank sikter på et operativt mål i BNP som over tid er nær 2%. (Norges Bank, u.å.-a)

På bakgrunn av den strategiske analysen antar vi Europris som et modent selskap, og den eventyrlige veksten vil avta ettersom nye konkurrenter kommer frem og markedet blir mettet. Vi anser med dette at terminalveksten vil ligge på 1,5%.

7 Avkastningskrav WACC

På bakgrunn av teorien i kapittel 3 skal vi nå regne ut avkastningskravet til totalkapitalen.

7.1 Markedsverdi av gjeld

Markedsverdien av gjeld anses som vanskeligere å finne enn egenkapitalen, da det ikke er en aksjekurs å gå etter. Likevel skal regnskapsrapportering gjennom IFRS standarden reflektere markedsverdien av gjelden med utgangspunkt i best estimerte markedsverdi. På grunnlag av dette tar vi utgangspunkt i gjeldende rapportert estimat i årsrapporten 2022. Den langsiktige gjelden presentert i årsrapporten 2022 utgjorde 3 160,9 MNOK. Ved å legge til egenkapitalen kan vi finne gjeldsprosenten, her utgjør denne 20,08%.

7.2 Markedsverdi av egenkapital

Basert på aksjekursen 14.04.2023 og antall aksjer utstedt kan en regne seg frem til markedsverdien av egenkapitalen. $75,35 * 166\,950\,912 = 12\,579,5$ MNOK. Ved å legge til gjeld kan en finne totalkapitalen og dermed egenkapitalprosenten. Her utgjør denne 79,92%.

7.3 Avkastningskrav gjeld

Desember 2019 signerte konsernet en ny låneavtale, og i januar 2020 var finansieringen på plass. Avtalen er treårig, med kredittfasilitetsavtale med ett for ett år. Den andre opsjonsperioden ble utøvd og lånet løper til januar 2024. Den effektive skattesatsen på lånet

var pr 31.12.2022 på 2,98%, og blir satsen brukt i videre beregninger. (årsrapport 2022 s 116)

7.4 Avkastningskrav egenkapital

Avkastningskravet til egenkapitalen ble presentert i kapittel 3.1.2, og vi bruker formel 2. Følgende vil de ulike komponentene bli identifisert, før en oppsummering med utredningen av avkastningskravet til egenkapitalen forekommer.

7.4.1 Risikofri rente

PwC har i samarbeid med Foreningen for finansfag Norge (FFN) årlig gjennomført undersøkelsen "Risikopremien i det norske markedet". Undersøkelsen er i desember 2022 besvart av 140 av FFNs ca 1 000 medlemmer, hvorav disse er bestående av analytikere og økonomer innenfor det norske finans- og aksjemarkedet. En andel på 50% (økning fra fjorårets 39%) mener 10-årig statsobligasjon er det vanligste å benytte som risikofri rente. (PWC Risikopremie, 2022, s.5) Svaret samsvarer med Damodarans begrunnelse i 2.1.2.1.

De norske statsobligasjonene har i 2023, fortsatt en kredittrating på AAA, noe som anses som den høyeste ratingen en kan oppnå. (Norges Bank, u.å.-b) Da Europris er børsnotert på den norske børs, og driver mesteparten av virksomheten i Norge, danner den norske statsobligasjonen det beste utgangspunktet. For mars måned 2023 har den gjennomsnittlige norske 10-årige statsobligasjonen en rente på 3.101%, og vil være den risikofrie renten under den videre beregningen.

7.4.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie ble presentert tidligere i oppgaven under punkt 3.1.2.3, og er det investorene krever utover den risikofrie renten for risikoen de har pådratt seg via investeringen.

Den samme undersøkelsen og rapporten utført av PwC og FFN, som nevnt i punkt 8.1.1 presenterer også markedets risikopremie. I rapporten fremlegges tall helt fra 2014, og markedets risikopremie har siden da hatt en årlig median på 5%. Markedsrisikopremien er i desember 2022 uendret og ligger på 5%. (PWC Risikopremie, 2022, s.8) Dette vil følgende være markedets risikopremie under den videre beregningen.

7.4.3 Beta for egenkapital

Europris er notert på hovedindeksen på Oslo Børs, og vi kan derfor sammenligne avkastningen på aksjekursen og avkastningen til Oslo Børs. Ved å bruke daglige verdier av OSBEX og Europris ASA, fra et femårig perspektiv, kan en implementere tallverdiene i et Excel- dokument og beregne den prosentvise endringen fra dag til dag mellom dem. Ved å bruke en regresjonsanalyse måler vi avkastningen til Europris opp mot markedsindeksen, som her er Oslo Børs. Regresjonsanalysen gir en historisk beta på 0,5295.

Som introdusert i kapittel 3.1.2.2 justerer vi betaen ved å bruke Bloomberg-metoden. Den justerte betaen blir som følger; $0,5295 * 0,67 + 1 * 0,33 = 0,6848$. For å få et mer helhetlig bilde av relevansen til tallet kan en se på hva andre markedsinstitusjoner har beregnet. Yahoo Finance beregner den femårige månedlige betaen til 0,71 og Capital.com beregner den til 0,71. (Yahoo Finance, 2023) (Capital.com, 2023) Basert på observasjonen anser vi det som rimelig å benytte den justerte betaen på 0,6848 i de videre beregningene.

7.4.4 Oppsummering

Da vi nå har definert verdiene til de ulike komponentene i avkastningskravet til egenkapitalen i punkt 8.2.1 til 8.2.3, kan vi fullføre utregningen under. På bakgrunn av formelen presentert i kapittel 3.1.2 blir egenkapitalens avkastningskrav til Europris ASA 10,62%. Procentsatsen kommer til nytte under utregningen av WACC nedenfor.

$$r_e = r_f + \beta_i(r_m - r_f) = 3,101 + 0,6848 (5\%) = 10,62\%$$

Formel 21, Beregning av egenkapitalens avkastningskrav

7.5 Skattesats

Ved fastsetting av riktig skattesats en skal bruke er det viktig å skille mellom den effektive og nominelle skattesatsen. Den effektive skattesatsen vil variere fra selskap til selskap samt år til år, da en rekke faktorer spiller inn, mens den nominelle er fastsatt av Stortinget. I Europris sitt tilfelle har den effektive og nominelle skattesatsen vært tilnærmet like, vi bruker derfor den nominelle norske selskapskatten for 2022 som er på 22%.

7.6 Beregning av WACC

Som beregnet frem til i de tidligere punktene har vi følgende verdier til WACC formelen: Markedsverdien av gjeld beregnes til 3 160,9 MNOK, markedsverdien til egenkapitalen beregnes til 12 579,5 MNOK, avkastningskravet til egenkapitalen beregnes til 10,62%, avkastningskravet til gjelden beregnes til 2,98% og skattesatsen er satt til 22%. Vi kan nå fylle ut formelen nevnt i kapittel 3.1.1, og vi får følgende resultat:

$$\text{WACC} = \frac{12\,579,5}{12\,579,5 + 3\,160,9} * 0,1062 + \frac{3\,160,9}{12\,579,5 + 3\,160,9} * 0,0298 * (1 - 0,22) = 8,95\%$$

Formel 22, Beregning av WACC Europris

Avkastningskravet på 8,95% vil danne grunnlag for diskonteringsfaktoren i verdiberegningene av kontantstrømmene i kapittel 9.

8 Fundamental verdsettelse

Vi har til nå beregnet og estimert alle verdier som skal til for å fullføre den fundamentale verdsettelsen. Kontantstrømmene som er blitt estimert til 2027 vil nå bli neddiskontert med avkastningskravet vi fant i kapittel 8.6, som var på 8,95% for å finne dagens verdi.

Tall i NOK 1 000	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
FCFF	1 640 377	1 117 997	1 153 842	1 204 792	1 277 079
WACC	8,95 %	8,95 %	8,95 %	8,95 %	8,95 %
NV FCFF	1 493 563	1 017 937	1 050 573	1 096 963	1 162 781

Tabell 24, Nåverdi FCFF

Vi summerer sammen alle de estimerte kontantstrømmene i nåverdi for å finne nåverdi kontantstrømmer. I dette tilfellet blir nåverdi av kontantstrømmer = 5 821 817. Vi estimerer så terminalverdien av selskapet gjennom formel 7.

Ved å bruke kontantstrømmen i år 2027, som ble presentert i tabell 24, vekstraten som ble satt i kapittel 7.9 på 1,5% og avkastningskravet på 8,95% som ble funnet i kapittel 8.6, kan

vi sette inn verdiene i formelen over og beregne terminalverdien. Vi beregner deretter nåverdien av terminalverdien ved å neddiskontere den med avkastningskravet og den femårige perioden, som presentert i kapittel 3.1.3.2.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{1\,277\,079 (1 + 0,015)}{(0,0895 - 0,015)} = 17\,399\,130$$

Formel 23, Beregning av terminalverdi Europris

$$\text{Nåverdi av terminalverdi} = \frac{17\,399\,130}{(1 + 0,0895)^5} = 11\,334\,212$$

Formel 24, Beregning av Nåverdien av terminalverdi Europris

Vi har nå funnet nåverdi av både kontantstrømmer og terminalverdi, summerer vi disse sammen får vi totalverdien, som her er på TNOK 17 156 029. Vi trekker deretter verdien av den rentebærende gjelden fra totalverdien, og får verdien av egenkapitalen. Verdien av egenkapitalen divideres med antall utstedte aksjer og vi får nå estimert aksjeverdi. Den estimerte aksjeverdien på Europris blir her kr 83,8. Tabell 25 illustrerer dette.

Beregning av aksjeverdi	
Nåverdi kontantstrømmer	5 821 817
Nåverdi terminalverdi	11 334 212
Totalverdi	17 156 029
Netto gjeld	3 160 915
Verdi egenkapital	13 995 114
Antall aksjer	166 950 912
Aksjeverdi	83,8

Tabell 25, Beregning fundamentalt estimert aksjeverdi Europris

9 Sensitivitetsanalyse

Underveis i analysen er det tatt en rekke forutsetninger i valg av variabler. Dette kan skape usikkerhet i verdsettelsen da små verdiendringer kan føre til store utslag. En sensitivitetsanalyse tester nettopp dette og vil indikere hvor sensitiv sluttresultatet er mot endringer i de ulike variablene. Vi tester følgende variabler i sensitivitetsanalysen; WACC og terminalvekst, endring i arbeidskapital

WACC og terminalvekst

Tabell 26 viser sensitiviteten til aksjekursen mellom endringer i WACC og terminalveksten. WACC er presentert med endringer på 0,5% og er på x-aksen, mens terminalveksten er presentert på y-aksen med endringer på 0,5%. Verdien i midten uten farge er aksjeprisen vi har kommet frem til via den fundamentale verdsettelsen. Grønt markert indikerer aksjekurs lavere enn vårt estimat, og gult indikerer høyere.

Aksjekurs NOK	WACC					
		8 %	8,50 %	8,95 %	9,50 %	10,00 %
Terminalvekst	0,50 %	86,68	80,02	75,20	69,99	65,78
	1 %	92,03	84,62	79,24	73,47	68,84
	1,50 %	98,21	89,88	83,83	77,38	72,25
	2 %	105,42	95,94	89,07	81,81	76,09
	2,50 %	113,94	103,02	95,13	86,88	80,45

Tabell 26, Sensitivitet i WACC og terminalvekst

Som vi ser fra tabell 26 er aksjekursen spesielt sensitiv i forhold til WACC, men også noe sensitiv til terminalveksten. En nedgang i avkastningskravet på ca 1% vil øke den estimerte aksjekursen med ca 17%. En nedgang i terminalveksten på 1% vil senke den estimerte aksjekursen med ca 11%.

Endring i arbeidskapital

Ettersom endringen i arbeidskapitalen har historisk endret seg mye både i positiv og negativ, vil vi finne ut om gjennomsnittet vi har satt påvirker den estimerte aksjekursen i stor grad. I fremtidsregnskapet tok vi utgangspunkt i snittet fra de historiske resultatene ekskludert 2019. Dette resulterte i 9,75% av driftsinntektene, og vises med hvit markering under. Grønt

markert indikerer aksjekurs lavere enn vårt estimat, og gult indikerer høyere. Tabell 27 viser sammenhengen mellom estimert aksjekurs og endring i AK.

Endring i AK	Aksjeverdi
-5,00 %	85,3
0,00 %	84,8
5,00 %	84,3
9,75 %	83,8
15,00 %	83,3
20,00 %	82,8

Tabell 27, Sammenheng endring i AK og aksjeverdi

Som tabell 27 viser ser vi at store endringer i endringen av arbeidskapitalen har liten påvirkning på den estimerte aksjekursen.

10 Relativ verdsettelse

Vi skal i dette kapitlet verdsette Europris med multiplene presentert i kapittel 3.2.1-3.2.3. I kapittel 2.2 ble det presentert tre ulike sammenlignbare selskaper; Rusta, Nille og Clas Ohlson. De to førstnevnte er private selskaper og derfor ikke børsnotert. Clas Ohlson er derimot børsnotert, og kan brukes som sammenlikning i den multipelbaserte verdsettingen. For å få et bredere sammenlikningspunkt inkluderer vi også finske Tokmanni Group, amerikanske Target og Dollar Tree.

Tokmanni Group ble tidligere nevnt i sammenheng med innkjøpssamarbeid med Europris, og kan anses å ha svært mange likhetstrekk. (Tokmanni, 2022) For å få et bredere og bransjerettet sammenlikning har vi valgt å inkludere Target og Dollar Tree, som begge er store kjeder i Amerika. Target benytter seg av IFRS som de tidligere nevnte selskapene, mens Dollar Tree benytter seg av GAAP. (Target, 2022)

Vi stiller oss kritiske til inkludering av Target og Dollar Tree, da målefeil kan og vil oppstå. Kjedenes opererer i det amerikanske markedet og er merkverdig større enn de nordiske.

Dollar Tree benytter seg som tidligere nevnt av GAAP, og vekter sterkt i både P/B og EV/EBITDA. (Dollar Tree, 2023) Vi mener likevel sammenligningen har substans da kjedene bærer større preg av sammenlikning i vareutvalg, tross forskjellige markeder.

Børsverdiene til de ulike selskapene er hentet 25.04.2023. Det brukes et gjennomsnitt på 12 måneder når vi regner multiplene, og tall er dermed hentet fra de fire siste kvartal- og årsrapportene. Vedlegg 1 viser oppsummering av tallverdiene for videre beregning i kapittelet.

10.1 P/S

Som vi ser fra tabell 28 har Europris en svært høyere ratio kontra de sammenlignbare selskapene, med en P/S-ratio på 1,4, og er over snittet til 0,86. Dette kan indikere at Europris krever mer kapital for å øke omsetningen kontra de andre.

	Europris	Clas Ohlson	Tokmanni	Target	Dollar tree	Snitt
Markedsverdi	11 928 642 662	4 514 928 000	779 422 276	73 032 143 532	33 748 264 888	
Omsetning	9 016 000 000	9 028 000 000	1 168 017 000	109 120 000 000	28 332 000 000	
P/S	1,32	0,50	0,67	0,67	1,19	0,87

Tabell 28, P/S Europris og konkurrenter

Vi bruker snittet fra de tre aktørene, og kan med det regne ut hva en tilnærmet standard burde være. Det gjør vi med å estimere den nye aksjeprisen ved å multiplisere den gjennomsnittlige P/S ratioen med omsetningen per aksje. Estimert aksjekurs blir kr 46,98 på bakgrunn av følgende utregning:

$$\text{Aksjeverdi} = \text{P/S} * \text{omsetning per aksje} = 0,87 * \text{kr } 54 = \text{kr } 46,98$$

Formel 25, Beregning aksjeverdi av P/S til Europris

10.2 P/E

Som vi ser fra tabell 29 ligger Europris mellom de to sammenlignbare selskapene med en P/E-ratio på 12,05, og nært snittet på 11,49. Ut fra P/E multiplenummer anser vi derfor Europris som verken over- eller underpriset.

	Europris	Clas Ohlson	Tokmanni	Target	Dollar tree	Snitt
Markedsverdi	11 928 642 662	4 514 928 000	779 422 276	73 032 143 532	33 748 264 888	
Årsresultat	1 044 000 000	523 000 000	59 000 000	6 596 000 000	1 615 000 000	
P/E	11,43	8,63	13,21	11,07	20,90	13,05

Tabell 29, P/E Europris og konkurrenter

Ved å bruke snittet fra de tre aktørene kan vi se hva en tilnærmet standard burde være. Vi kan estimere ny aksjepris basert på snittet ved å multiplisere gjennomsnittlig P/E ratio med Europris sitt resultat per aksje. Estimert aksjekurs blir kr 81,56 på bakgrunn av følgende utregning:

$$\text{Aksjeverdi} = \text{P/E} * \text{Resultat per aksje} = 13,05 * \text{kr } 6,25 = \text{kr } 81,56$$

Formel 26, Beregning aksjeverdi av P/E til Europris

10.3 P/B

Som vi ser fra tabell 30 har Europris en P/B ratio midt mellom de sammenlignbare selskapene. Europris sin P/B ratio ligger på 3,63 og er noe under snittet på 4,0, dette kan tyde på at Europris er overpriset.

	Europris	Clas Ohlson	Tokmanni	Target	Dollar tree	Snitt
Markedsverdi	11 928 642 662	4 514 928 000	779 422 276	73 032 143 532	33 748 264 888	
Bokført verdi	3 284 540 000	1 590 600 000	246 414 000	11 232 000 000	8 752 000 000	
P/B	3,63	2,84	3,16	6,50	3,86	4,00

Tabell 30, P/B Europris og konkurrenter

Ved å bruke snittet fra de fem aktørene kan vi se hva en tilnærmet standard burde være. Vi estimerer en ny aksjepris på grunnlag av snittet ved å multiplisere P/B ratioen med Europris sin bokførte verdi per aksje. Estimert aksjekurs blir kr 78,68 på bakgrunn av følgende utregning.

$$\text{Aksjeverdi} = \text{P/B} * \text{Bokført verdi per aksje} = 4,0 * \text{kr } 19,67 = \text{kr } 78,68$$

Formel 27, Beregning aksjeverdi av P/B til Europris

10.4 EV/EBITDA

Som vi ser fra tabell 31 har Europris en lavere EV/EBITDA ratio enn de sammenlignbare selskapene. Europris sin ratio er på 3,58 og ligger under snittet på 6,93, dette kan tyde på at selskapet er underpriset.

	Europris	Clas Ohlson	Tokmanni	Target	Dollar tree	Snitt
EV	7 344 000 000	5 001 100 000	784 900 000	51 106 000 000	41 176 200 000	
EBITDA	2 051 000 000	1 079 500 000	157 100 000	6 596 000 000	3 003 800 000	
EV/EBITDA	3,58	4,63	5,00	7,75	13,71	6,93

Tabell 31, EV/EBITDA Europris og konkurrenter

Vi kan nå bruke snittet til å estimere hva en tilnærmet standard burde være. Vi gjør dette med å multiplisere snittet med Europris sin EBITDA, og subtraherer deretter den rentebærende gjelden, til slutt dividerer vi med antall utstedte aksjer. Vi får da en aksjekurs på kr 66,2, denne er svært lav i forhold til de andre multiplene, og skyldes at selskapet har en høy gjeld. utregningen vises under.

$$\text{Aksjeverdi} = \frac{(\text{EV/EBITDA} * \text{EBITDA}) - \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Antall utestående aksjer}} = \frac{(6,93 * \text{kr } 2\,051\,000\,000) - \text{kr } 3\,160\,915\,000}{166\,950\,912} = \text{kr } 66,2$$

Formel 28, Beregning aksjeverdi av EV/EBITDA til Europris

10.5 Oppsummering relativ verdsettelse

Vi har til nå i kapittelet benyttet oss av fire forskjellige multipler for å beregne aksjeverdien til Europris gjennom den relative verdsettelsen. Summerer vi alle og vekter de likt, får vi et snitt på kr 68,36. Oppsummeringen er vist i tabell 32.

Multipl	Est. Aksjeverdi
P/S	kr 46,98
P/E	kr 81,56
P/B	kr 78,68
EV/EBITDA	kr 66,20
Snitt	kr 68,36

Tabell 32, Oppsummering relativ verdsettelse

11 Verdsettelse

Ved hjelp av en fundamental verdsettelse, her DCF-metoden, har vi kommet frem til en estimert aksjekurs på kr 83,83. I den relative verdsettelsen, preget av stort sprik i gjennomsnitt ratio, kom vi frem til en gjennomsnittlig estimert aksjekurs på kr 68,36. Vi har naturligvis brukt mest tid på den fundamentale analysen, og går grundigere til verks her kontra den relative verdsettelsen. For å få et mer helhetlig bilde av både selskapet og bransjen har vi dermed valgt å vekte disse ulike estimerte aksjekursene likt, noe som resulterer i en samlet estimert aksjekurs på kr 76,09. Tabell 33 viser denne utregningen.

	Fundamental verdsettelse	Relativ verdsettelse
Aksjeverdi	kr 83,83	kr 68,36
Vekting	50 %	50 %
Endelig aksjeverdi	kr 76,09	

Tabell 33, Beregning endelig aksjeverdi Europris

12 Konklusjoner

Målet vårt med denne oppgaven har vært å finne en estimert aksjeverdi av Europris ASA. Problemstillingen ble formulert slik: *“Hva er aksjekursen til Europris ASA våren 2023, og hva bør en fiktiv investor gjøre for å oppnå størst mulig avkastning i denne situasjonen?”*

Basert på den fundamentale verdsettelsen kom vi frem til en estimert aksjeverdi på kr 83.83. For å få et mer helhetlig bilde av selskapet og markedet det opererer i ble det gjennomført en relativ verdsettelse. Den relative verdsettelsen resulterte i en estimert aksjeverdi på kr 68,36. Vi vektet verdsettelsene likt og kom frem til en endelig estimert aksjeverdi på kr 76,09. Aksjekursen per 19.04.2023 er kr 71,46, noe som tilsier en nedgang på 6,08%% fra vårt estimat. På bakgrunn av dette gir vi en fiktiv investor en hold-anbefaling av Europris ASA.

13 Litteraturliste

Arbeiderpartiet. (2023). *Skatt | Arbeiderpartiet*.
<https://www.arbeiderpartiet.no/politikken/skatt/>

Capital.com. (2023). *Europris (EPRO) Stock Price & Chart | Trade Now*.
<https://capital.com/europris-share-price>

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.

Digitaliseringsdirektoratet. (2022). *Altinn—Varemerke*. <https://www.altinn.no/starte-og-drive/starte/rettighetsbeskyttelse/varemerke/>

Dollar Tree. (2023, mars 1). *Dollar Tree, Inc. Reports Results for the Fourth Quarter and Fiscal Year 2022*. Dollar Tree, Inc. <https://corporate.dollartree.com/investors/news-events/press-releases/detail/240/dollar-tree-inc-reports-results-for-the-fourth-quarter>

Europris. (2023a). *Historien om Europris*. <https://www.europris.no/ep/historie>

Europris. (2023b). *Miljø & Bærekraft: Ansvarlig arbeidsgiver—Europris*.
<https://www.europris.no/ep/miljo-barekraft/ansvarlig-arbeidsgiver/>

Europris. (2023c). *Miljø & Bærekraft: Våre miljøvennlige alternativer—Europris*.
<https://www.europris.no/ep/miljo-barekraft/miljovennlige-alternativer/>

Europris ASA. (2023a). *Derfor er vi billigst*. https://www.europris.no/emv/vi_er_billigst

Europris ASA. (2023b). *Europris ASA Share Information*.
<https://investor.europris.no/share-information/share-information/default.aspx>

Europris ASA (2017a) Q2 Presentation. (u.å.). Hentet 1. mai 2023, fra
https://s22.q4cdn.com/579442476/files/doc_presentations/2017/q2/Presentation_Q2_2017.pdf

Europris ASA (2021a) Annual report. (u.å.). Hentet 1. mai 2023, fra
https://s22.q4cdn.com/579442476/files/doc_financials/2021/ar/Europris-ASA-annual-report-2021.pdf

Europris ASA (2022a) Q3 Presentation. (u.å.). Hentet 1. mai 2023, fra
https://s22.q4cdn.com/579442476/files/doc_financials/2022/q3/Europris-ASA-Q3-2022-presentation.pdf

Europris ASA (2022b) Interim Report Q3. (u.å.). Hentet 1. mai 2023, fra https://s22.q4cdn.com/579442476/files/doc_financials/2022/q3/Europris-ASA-Q3-2022-report.pdf

Europris ASA (2022c) Annual Report. (u.å.). Hentet 1. mai 2023, fra https://s22.q4cdn.com/579442476/files/doc_financials/2022/ar/europris-asa-annual-report-2022.pdf

Europris ASA (2022d) Q4 Presentation. (u.å.). Hentet 1. mai 2023, fra https://s22.q4cdn.com/579442476/files/doc_financials/2022/q4/Europris-ASA-Q4-2022-presentation.pdf

Europris ASA (2022e) Q4 Interim Report. (u.å.). Hentet 1. mai 2023, fra https://s22.q4cdn.com/579442476/files/doc_financials/2022/q4/Europris-ASA-Q4-2022-report.pdf

Hoff, K. G., & O. Pedersen, A. (2019). *Grunnleggende regnskap 2, analyse av finansregnskapet* (3. utg.).

Hopland, S. (2018, september 30). *Denne typen butikker har vokst raskere enn netthandelen.* <https://e24.no/i/P9d1Oe>

IMF. (2023). *World Economic Outlook (April 2023)—Real GDP growth.* https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO

Kalle, L.-C. (2022, september 1). *Europris kutter midlertidig ansatte: Fagforeningen vurderer å saksøke lavpriskjeden.* Nettavisen. <https://www.nettavisen.no/5-95-626490>

Nordic Racking Group. (u.å.). *Shuttle-system—Nordic Racking Group.* Hentet 17. mars 2023, fra <https://www.nordicracking.no/produkt/shuttle-system>

Norges Bank. (u.å.-a). *Inflasjon.* Hentet 1. mai 2023, fra <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Inflasjon/>

Norges Bank. (u.å.-b). *Investorrelasjoner.* Hentet 1. mai 2023, fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statsgjeld/Investorrelasjoner/>

Norsk Kundebarometer. (2022). *Bransjeresultater 2022.* Handelshøyskolen BI. <https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/bransjeresultater-2022/>

Pedersen Bjerggaard, A. (u.å.). *Svensk prestiseoppkjøp kan gå i vasken.* <https://www.finansavisen.no/nyheter/handel/2022/12/08/7967593/europris-kjop-kan-ga-i-vasken>

Porter, M. E. (2008). *On Competition*. Harvard Business Press.

PWC Risikopremie 2022. (u.å.). Hentet 16. april 2023, fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2022.pdf>

Revfem, N. L., Jan. (2020, oktober 6). *Virke: Tydelig endring i norsk handel*. Nettavisen. <https://www.nettavisen.no/12-95-3424028458>

Skatteetaten. (2023). *Sukkeravgift*. Skatteetaten. <https://www.skatteetaten.no/satser/sukker/>

Statistisk Sentralbyrå. (2020, august 18). *Voksende byer og aldrende bygder*. ssb.no. <https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/voksende-byer-og-aldrende-bygder>

Statistisk Sentralbyrå. (2023). *Nasjonalregnskap*. SSB. <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/nasjonalregnskap/statistikk/nasjonalregnskap>

Target 2022—Full year 2022 earnings. (u.å.). Hentet 4. mai 2023, fra https://corporate.target.com/_media/TargetCorp/Investors/Release%20PDFs/Target-Corporation-Reports-Fourth-Quarter-and-Full-Year-2022-Earnings.pdf

Tokmanni Report by the Board Of Directors and Financial Statements 2022.pdf. (u.å.). Hentet 4. mai 2023, fra <https://ir.tokmanni.fi/~media/Files/T/Tokmanni-V2/AGM2023/Tokmanni%20Report%20by%20the%20Board%20Of%20Directors%20and%20Financial%20Statements%202022.pdf>

Verlkumar, V. (2004, august 13). Industri Kapital acquires 80% of the assets of Norway-based Terje Høili AS and Europris Norge AS. *IK Partners*.

<https://www.ikpartners.com/2004/08/13/industri-kapital-acquires-80-of-the-assets-of-norway-based-terje-hoili-as-and-europris-norge-as/>

Visma. (u.å.). *Likviditetsgrad 1*. Hentet 5. februar 2023, fra https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-current-ratio.htm

Whittington, R., Patrick, R., Duncan, A., Gerry, J., & Kevan, S. (2020). *Exploring Strategy* (12. utg.).

Yahoo Finance. (2023). *Europris ASA (EPR.OL) Stock Price, News, Quote & History—Yahoo Finance*. <https://finance.yahoo.com/quote/EPR.OL/>

15 Vedlegg

Vedlegg 1, oppsummering tallverdier brukt i relativ verdsettelse

Valuta	NOK	SEK	EUR	USD	USD	GJENNOMSNIITT
	Europris	Clas Ohlson	Tokmanni	Target	Dollar tree	
Markedsverdi	11 928 642 662	4 514 928 000	779 422 276	73 032 143 532	33 748 264 888	
Antall aksjer	166 950 912	59 840 000	58 868 752	460 363 991	221 227 564	
Markedsverdi per aksje	71,45	75,45	13,24	158,64	152,55	
Årsresultat	1 044 000 000	523 000 000	59 000 000	6 596 000 000	1 615 000 000	
Resultat per aksje	6,25	8,74	1,0	14,33	7,30	
P/E	11,43	8,63	13,21	11,07	20,90	13,05
Sum eiendeler	9 225 187 000	5 318 600 000	793 278 000	53 335 000 000	23 022 000 000	
Sum forpliktelser	5 940 647 000	3 728 000 000	546 864 000	42 103 000 000	14 270 000 000	
Bokført verdi	3 284 540 000	1 590 600 000	246 414 000	11 232 000 000	8 752 000 000	
Bokført verdi per aksje	19,67	26,58	4,19	24,40	39,56	
P/B	4	2,84	3,16	6,50	3,86	4,00
EBITDA	2 051 000 000	1 079 500 000	157 100 000	6 596 000 000	3 003 800 000	
Egenkapital	3 282 000 000	2 222 000 000	247 000 000	11 232 000 000	23 022 000 000	
Gjeld	5 941 000 000	3 728 000 000	547 000 000	42 103 000 000	18 797 000 000	
SUM EK og Gjeld	9 223 000 000	5 950 000 000	794 000 000	53 335 000 000	41 819 000 000	
Kontanter	1 879 000 000	948 900 000	9 100 000	2 229 000 000	642 800 000	
EV	7 344 000 000	5 001 100 000	784 900 000	51 106 000 000	41 176 200 000	
EV/EBITDA	3,58	4,63	5,00	7,75	13,71	6,93
Markedsverdi	11 928 642 662	4 514 928 000	779 422 276	73 032 143 532	33 748 264 888	
Omsetning	9 016 000 000	9 028 000 000	1 168 017 000	109 120 000 000	28 332 000 000	
P/S	1,32	0,50	0,67	0,67	1,19	0,87