



Uit

NORGES
ARKTISKE
UNIVERSITET

Handelshøgskolen

Fundamental verdivurdering av Posten Norge AS

En strategisk og finansiell analyse

Erling Bårdsen

Masteroppgave i økonomi og administrasjon - juni 2015



Forord

Denne masteroppgaven representerer den avsluttende delen av min mastergrad i økonomi og administrasjon ved Handelshøgskolen i Tromsø.

Min bakgrunn for valg av tema er hovedsakelig grunnet i en sterk interesse for verdsettelsesfaget og finans. Arbeidet med verdivurderingen av Posten Norge AS har vært utrolig lærerikt og til tider svært krevende. Jeg har lært mye om både selskapet og norsk logistikknæring.

Avslutningsvis vil jeg takke min veileder Terje Vassdal for gode råd og innspill. Jeg har satt pris på din tilgjengelighet i arbeidsprosessen. Samtidig vil jeg takke mine venner, foreldre og studiekamerater.

Tromsø, 01. Juni 2015

Erling Bårdsen

Sammendrag

Formålet med denne masteroppgaven er å beregne den fundamentale verdien til Posten Norge AS.

Posten Norge AS er opprinnelig Norges nasjonale postselskap, opprettet i 1647. I nyere tid har Posten Norge AS etablert seg som et betydelig logistikselskap, både nasjonalt og internasjonalt. Med bakgrunn i dette, er spørsmålet om børsnotering kommet på dagsorden, og en verdivurdering er høyst relevant. Verdivurderingen er gjort i henhold til fundamental verdsettelse.

Oppgavens første del er utarbeidet med hensyn på å finne konsernets strategiske fordeler, og kilder til økonomisk profitt. Dette innebærer en beskrivelse av konsernet, og en strategisk analyse. Videre er det gjennomført en finansiell analyse, hvor kritiske verdidrivere og fri kontantstrøm er estimert. Basert på analysene, er det til slutt prognostisert et konsernregnskap for fremtiden, og en verdivurdering i henhold til modellen for diskontert fri kontantstrøm. Oppgaven bygges på offentlig tilgjengelig informasjon.

Den fundamentale verdien er til slutt kvalitetsikret med andre modeller innenfor verdsettelsesteori. Basert på modellen for diskontert fri kontantstrøm, ble den fundamentale verdien av Posten Norge AS beregnet til 26 748 mill. kr.

Nøkkelord:

Posten Norge AS, Bring, fundamental verdivurdering, regnskapsanalyse, logistikk

Innholdsfortegnelse

1 Innledning.....	1
1.1 Bakgrunn og aktualisering.....	1
1.2 Problemstilling og formål.....	2
1.3 Struktur.....	3
2 Bransje og selskapsbeskrivelse.....	3
2.1 Bransjen.....	3
2.1.1 Postbransjen.....	4
2.1.2 Logistikkbransjen.....	5
2.1.3 Kostnadsstruktur.....	7
2.2 Selskapsbeskrivelse Posten Norge.....	8
2.2.1 Virksomhetsområder.....	8
2.2.2 Datterselskaper.....	9
2.2.3 Mål og strategi.....	14
2.2.4 Framtidsutsikter.....	15
2.2.5 Utbytte.....	16
2.2.6 Avkastningskrav.....	16
3 Metode for verdsetting.....	17
3.1 Verdsettelsesmetode.....	17
3.2 Fremgangsmåte.....	18
3.3 Verdidrivere.....	19
3.3.1 Avkastning på investert kapital (ROIC).....	20
3.3.2 Vekst.....	20
3.3.3 Avkastningskravet til kapitalkostnaden (WACC).....	21
3.3.4 Verdiberegning.....	21
4 Strategisk Analyse.....	22
4.1 PESTEL.....	22
4.1.1 Politiske faktorer.....	22
4.1.2 Økonomiske faktorer.....	23
4.1.3 Sosiale faktorer.....	26
4.1.4 Teknologiske faktorer.....	27

4.1.5 Samfunnsmessige faktorer	27
4.1.6 Lovmessige faktorer	29
4.2 E-handel.....	32
4.2 Konkurransen i logistikkbransjen	32
4.3 Oppsummering strategisk analyse	34
5 Regnskapsanalyse.....	35
5.1 Formål ved analysen.....	35
5.2 Fremgangsmåte.....	35
5.3 Forutsetninger	37
5.3.1 Konsernregnskap	37
5.3.2 Analyseperiode.....	37
5.4 Presentasjon av årsregnskapet.....	38
5.5 Omgruppering av regnskapet.....	42
5.5.1 Driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler	42
5.5.2 Rentebærende og “rentefri” gjeld.....	44
5.5.3 Skille mellom normale og “unormale” poster.....	46
5.5.4 Brudd på kongruensprinsippet.....	47
5.6 Endelig omgruppering av regnskapet.....	48
5.6.1 Omgruppering av balansen	48
5.6.2 Omorganisering av resultatregnskapet.....	49
5.7 Nøkkeltallanalyse	51
5.7.1 Soliditet.....	52
5.7.2 Likviditetsanalyse	54
5.7.3 Lønnsomhetsanalyse	56
5.7.4 Oppsummering nøkkeltallanalyse.....	63
6 Avkastningskravet til selskapet - WACC	63
6.1 Egenkapitalkostnaden - CAPM	64
6.1.1 Risikofri rente	65
6.1.2 Markedets risikopremie	66
6.1.3 Beta.....	67
6.1.4 Beregning av avkastningskrav til egenkapital	70

6.2 Gjeldskostnaden	70
6.3 Kapitalstruktur	71
6.4 Utrekning av avkastningskravet	72
7 Prognoser for fremtiden.....	73
7.1 Prognosemodell.....	73
7.2 Driftsinntekter	74
7.2.1 Postinntekter	74
7.2.2 Logistikkinntekter	78
7.3 Driftskostnader	83
7.3.1 Lønn og personalkostnader	83
7.3.2 Vare- og tjenestekostnader	84
7.3.3 Avskrivninger	84
7.3.4 Andre driftskostnader	85
7.3.5 Inntekt på investeringer	86
7.4 Prognose resultatregnskap.....	86
7.5 Prognose av balansen.....	87
7.5.1 Driftsrelatert arbeidskapital	87
7.5.2 Driftsrelaterte anleggsmidler	88
7.5.3 Driftsrelatert langsiktig gjeld	89
7.6 Prognose ROIC og Fri kontantstrøm.....	90
8 Verdiberegning.....	92
8.1 Diskontert fri kontantstrøm og terminalverdi.....	92
8.2 Egenkapitalverdi	94
8.3 Relativ verdsettelse	94
8.4 Sensitivitetsanalyse	97
8.4.1 Endringer i WACC og vekst	97
8.4.2 Endringer i WACC og ROIC.....	99
8.5 Illikviditetsrabatt	99
8.6 Oppsummering verdiberegning	100
9 Konklusjon	101
Referanseliste.....	102

Internetkilder	105
Vedlegg	112
Vedlegg 1: Fullstendig omgruppert balanse (Mill. kr)	112
Vedlegg 2: Skatt på finansielt resultat.....	116
Vedlegg 3: Fordeling andre driftskostnader	117
Vedlegg 4: Prognose NOPLAT.....	119
Vedlegg 5: Prognose investert kapital.....	120
Vedlegg 6: Fordeling ikke-operative eiendeler og gjeld	121

Tabeller

Tabell 1: Postsegment: Urevidert årsrapport 2013-2014	10
Tabell 2: Logistikksegmentet: Urevidert årsrapport	14
Tabell 3: Valutaprognose.....	25
Tabell 4: Konsolidert resultatregnskap.....	39
Tabell 5: Konsolidert balanse	40
Tabell 6: Omgrupperte eiendeler	42
Tabell 7: Omgruppert gjeld	45
Tabell 8: Omgruppert balanse.....	49
Tabell 9: Omgruppert resultatregnskap	51
Tabell 10: Driftsrelatert arbeidskapital	56
Tabell 11: ROIC	61
Tabell 12: Statsobligasjoner: Årsgjennomsnitt av daglige noteringer	66
Tabell 13: Driftsinntekter post	74
Tabell 14: Prognose postinntekter	78
Tabell 15: Driftsinntekter logistikk	79
Tabell 16: Driftsinntekter utland	79
Tabell 17: Prognostiserte driftsinntekter	82
Tabell 18: Lønnskostnader	83
Tabell 19: Vare- og tjenestekostnader	84
Tabell 20: Avskrivinger	84
Tabell 21: Andre driftskostnader.....	85
Tabell 22: Prognose resultatregnskap.....	86
Tabell 23: Historisk utvikling i balansekomponenter	87
Tabell 24: CapEx	90
Tabell 25: Prognose ROIC	90
Tabell 26: Prognose fri kontantstrøm	91
Tabell 27: Diskontert FCF.....	92
Tabell 28: Egenkapitalverdi	94
Tabell 29: Industri EV/EBIT	96
Tabell 30: Sammenlignet EV/EBITDA	97
Tabell 31: Sensitivitetsanalyse Vekst og WACC.....	98
Tabell 32: Sensitivitetsanalyse ROIC og WACC.....	99

Figurer

Figur 1: Antall adresserte uregistrerte og aviser i abonnement 2004 – 2010.....	4
Figur 2: Oversikt over de ti største bedriftene i logistikknæringen etter omsetning.....	5
Figur 3: Inndeling av vareslagene fordelt på de mest vanlige fraktproduktene	5
Figur 4: Bruk av transportformer	6
Figur 5: Kostnadsandeler for trekkvogn med semitrailer.....	7
Figur 6: Markedsandel registrerte pakkesendinger	12
Figur 7: Samvariasjon: Importveide kronekurs og oljeprisen.....	24
Figur 8: Rentebane styringsrente.....	25
Figur 9: Prognose for befolkningsvekst i fylkene for perioden 2014-2040	26
Figur 10: Stengte tunneler i Oslo perioden 2015-2020	28
Figur 11: Utvikling i transportarbeid, trafikkarbeid og transportmengde: perioden 93-08	33
Figur 12: Egenkapitalandel	52
Figur 13: Gjeldsgrad.....	53
Figur 14: Likviditetsgrad 1.....	54
Figur 15: Likviditetsgrad 2.....	55
Figur 16: Resultatgrad.....	57
Figur 17: Totalkapitalens omløpshastighet	58
Figur 18: Totalkapitalrentabilitet.....	59
Figur 19: Egenkapitalrentabilitet.....	59
Figur 20: Logistikknæringens egenkapitalrentabilitet og totalkapitalrentabilitet	61
Figur 21: Volum for adressert og uadressert post	75
Figur 22: Omsetning direkteklame.....	77
Figur 23: Volum pakkepost.....	80
Figur 24: Antall sendinger innlands logistikkmarked	81

1 Innledning

1.1 Bakgrunn og aktualisering

Den 1. juli 2002 ble Posten omgjort til et aksjeselskap og fikk dermed navnet Posten Norge AS, heretter kalt Posten Norge. Omgjøringen kom som et følge av økt konkurranse i bransjen, og staten ønsket å signalisere at Posten Norge skal drives som et effektivt og lønnsomt selskap. I tillegg har Stortinget fastslått at Posten Norge skal være 100 prosent eid av staten, slik at nedsalg og børsnotering ikke er aktuelt per dags dato.

Det er ikke gitt at Posten Norge kommer til å være statlig eid i all fremtid. I den senere tid har flere land startet en liberalisering av postselskaper. Nederland børsnoterte 100% av postselskapet KPN i 1994. I 1995 børsnoterte Tyskland 74,5% av postselskapet Deutsche Post DHL. Også Japan, Argentina og England har privatisert majoriteten av sine nasjonale postselskaper, med England sist ut som børsnoterte 70% av det snart 500 år gamle postselskapet Royal Mail i oktober 2013.

Hovedgrunnen til at postselskaper i utlandet privatiseres, er at de driftes ulønnsomt, og behovet for effektivisering og omstrukturering er stort. Dette gjenspeiler også situasjonen i Norge, hvor Posten opplever 7-8% nedgang i fysiske brevsendinger per år. Med bakgrunn i dette uttalte konsernsjef Dag Mejdell, i 2013 at den nye regjeringen kommer til å ta opp spørsmålet om liberalisering og børsnotering [1].

I slutten av oktober 2014 sendte Samferdselsdepartementet en ny postlov og postforskrift ut til høring blant interessentene [2]. Lovutkastet foreslår å implementere EUs tredje postdirektiv, noe som medfører full liberalisering av postmarkedet. Videre ber departementet om særlig fokus på to forslag. Det første forslaget gjelder Posten Norge sin leveringsplikt på lørdager, og den nye postloven foreslår at denne leveringsplikten bortfaller. Posten Norge har estimert at hvis lørdagsvakter knyttet til levering av brevsendinger og aviser faller bort, vil Posten Norge kunne spare over 400 millioner kroner i året. Det andre forslaget omhandler Posten Norge sin nye internettjeneste kalt "Digipost", som skal gi kundene en digital postkasse som ivaretar sikkerhet, forutsigbarhet og konfidensialitet. Dette lovforslaget fokuserer på at kommunikasjon mellom forbrukerne foregår stadig mer over internett, og dermed er det behov for en tjeneste som ivaretar brukernes sikkerhet og personrettigheter.

Stadig mer bruk av internett har også medført mer e-handel. 30% av Nordens befolkning handler over internett hver måned (PostNord, 2014). Dette har ført til at Bring, som drifter den konkurranseutsatte logistikkvirksomheten til Posten Norge, har opplevd sterk vekst de seneste årene. På grunn av dette har konsernet startet utbredelse og nybygg av terminaler både i Norge og Sverige. På Alnabru i Oslo skal Posten Norge bygge Norges største logistikkcenter, dette skal være ferdig i 2017 [45].

Posten Norge har gjennomført flere omstillinger de siste årene. I 2008 startet forbedringsprosjektet OPEX, som i all hovedsak handlet om å innføre det japanske styringsverktøyet "Lean" i distribusjonsnett. Alle avdelingene var ferdig med første runde av Lean i 2012. Posten Norge har også tidligere vært gjennom et program for å redusere kostnader i administrasjonen [3].

1.2 Problemstilling og formål

Tidligere verdivurderinger er blitt gjort på oppdrag fra samferdselsdepartementet, og den seneste rapporten ble utarbeidet av Handelsbanken i 2011 (Meld. st. 18, 2011-2012). Dersom spørsmålet om børsnotering skulle komme på dagsorden, må Posten Norge AS verdivurderes på nytt. Min masteroppgaven er et forsøk på å gjøre en slik verdivurdering basert på offentlig kjent informasjon.

Formålet med denne studien er å verdsette Posten Norge, basert på regnskap og annen offentlig tilgjengelig informasjon. Ved å benytte flere analyser og verdsettelsesmetoder skal jeg svare på følgende problemstilling:

«Hva er den fundamentale verdien av Posten Norge AS pr 2015»

Eventuelle avvik på verdien i forhold til relevant sammenligningsgrunnlag vil være en årsak til videre diskusjon og analyse. Verdien vil være relevant for markedsaktører og interessenter.

1.3 Struktur

Det underliggende temaet i en fundamental analyse, er at den virkelige verdien til selskapet kan beregnes på grunnlag av selskapets økonomiske forhold. Dette omfatter vekstutsikter, risikoprofil og kontantstrømmer (Damodaran, 2002:6). En fundamental analyse er basert på et langsiktig perspektiv, og forutsetningene som Damodaran (2002) legger til grunn er:

- Forholdet mellom verdi og de underliggende finansielle faktorene kan måles
- Forholdet er stabilt over tid
- Avvik fra forholdet blir rettet i en rimelig tidsperiode

I denne oppgaven vil jeg først gjennomføre en beskrivelse av Posten Norge og den relevante bransjen. På grunn av selskapets komplekse struktur med flere virksomhetsområder, vil jeg først presentere bransjen, deretter selskapet. Videre vil jeg gjøre en strategisk analyse, og deretter en finansiell analyse. Med bakgrunn i analysene vil jeg så estimere en vekstprognose i henhold til forutsetningene ovenfor. Til slutt skal jeg beregne den fundamentale verdien til Posten Norge basert på analysene og prognosen.

2 Bransje og selskapsbeskrivelse

Dette kapittelet beskriver bransjen som Posten Norge sin virksomhet er rettet mot. I tillegg vil selskapet Posten Norge bli presentert, herunder historien, nåværende situasjon og videre utsikter for fremtiden. I denne delen er også selskapets strategi og mål viktige elementer.

2.1 Bransjen

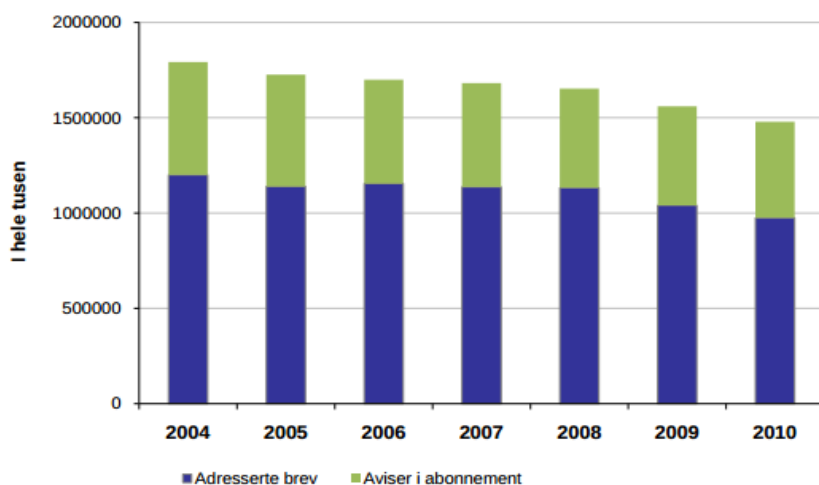
Tradisjonelt sett har de nasjonale postselskapene hatt enerett på å formidle tjenester i postbransjen. I nyere tid omfatter bransjen flere nært relaterte markeder, som for eksempel brev, pakker, transporttjenester og elektronisk kommunikasjon. Internett har ført til at fysiske småbrev og uregistrerte sendinger har blitt redusert med nesten 10% hvert år siden slutten av 90-tallet. I tillegg øker netthandelen. På grunn av markedet sin komplekse struktur vil denne oppgaven bruke begrepet “postbransjen” når det angår formidling av brev, småpakker, aviser

og reklamesendinger. Logistikkbransjen omhandler transportformidling, godsbehandling, lagring og andre hjelpetjenester for transportinfrastruktur. Posten Norge opererer i begge disse bransjene.

2.1.1 Postbransjen

Når det gjelder fysiske brevsendinger er Posten Norge tildelt konsesjon av Samferdselsdepartementet, ved forsendelser av lukkede adresserte brev som veier under 50 gram. Til gjengjeld stilles det krav om at de konsesjonspålagte oppgavene blir utført. For eksempel skal 85% av brevene leveres innen en dag. Brev som veier over 50 gram er konkurranseutsatt. [12].

Markedet for ordinære brev, reklame og aviser domineres av de tre aktørene Posten Norge, Mediapost og Norpost. Dette segmentet blir i større og større grad overtatt av internett, slik at brevmengden og opplagsutviklingen for aviser faller. Samlet er det 3-4% årlig nedgang i avisopplag (Høst, 2014), og brevmengden faller 6-7% årlig [4]. Fallet i aviser og adresserte brevsendinger er betydelig, og vises i figuren under (Post- og teletilsynet, 2011).



Figur 1: Antall adresserte uregistrerte og aviser i abonnement 2004 – 2010

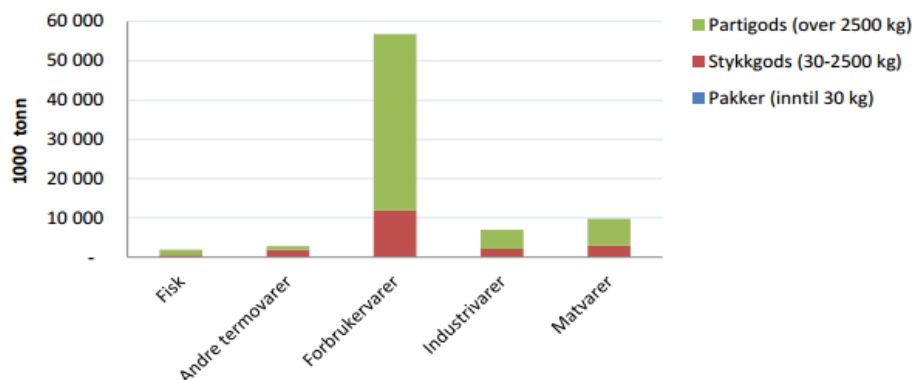
2.1.2 Logistikkbransjen

Logistikkbransjen leverer tjenester av transportformidling, spedisjon, lagring, lasting og lossing, samt drift av godssentraler og drift av havneanlegg. I 2010 hadde logistikkbransjen en omsetning på 36,4 mrd. kroner i Norge, fordelt på 830 bedrifter, hvorav de 10 største er rangert etter omsetning i figuren under (Logistikk- og transportindustriens landsforening, 2012).

10 største aktører	
1.	SCHENKER AS
2.	BRING CARGO AS
3.	POSTNORD LOGISTICS
4.	KUEHNE + NAGEL AS
5.	DHL EXPRESS (NORWAY) AS
6.	DSV ROAD AS
7.	DHL SUPPLY CHAIN (NORWAY) AS
8.	PANALPINA GRIEG AS
9.	NORTRANSPORT AS
10.	LKAB NORGE AS

Figur 2: Oversikt over de ti største bedriftene i logistikknæringen etter omsetning

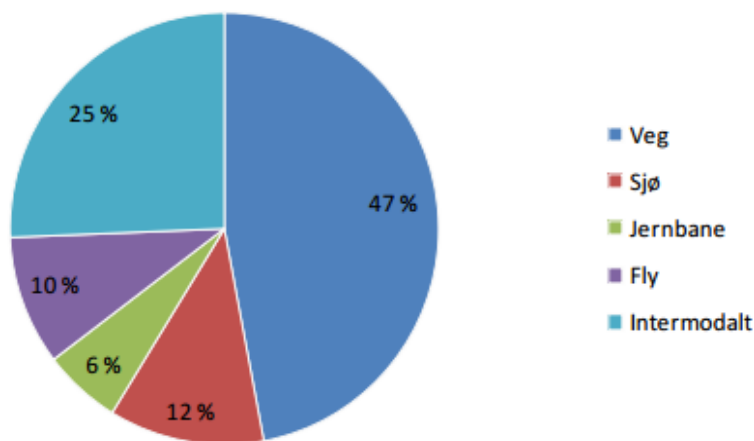
Godstransport deles opp i sendinger av partigods, stykk gods og pakker. Dette markedet utgjorde i 2012 leveranser på 78 millioner tonn. Av dette omfattes 66 millioner sendinger, fordelt på 41 mill. stykkgodssendinger, 17 mill. pakkesendinger og 7,5 mill. partigodssendinger (Logistikk og transportindustriens landsforening, 2012). Figuren under viser hvilke typer gods som transporteres mest, målt i tonn.



Figur 3: Inndeling av vareslagene fordelt på de mest vanlige fraktproduktene

I en undersøkelse gjort av (Eidhammer og Andersen 2009), svarte speditørene at langtransport står for 60% av omsetningen, distribusjon utgjør 20%, mens lagring av gods og andre tjenester utgjør ca. 10% hver.

I figuren under vises fordelingen av den samlede omsetningen for langtransport. Nesten halvparten av omsetningen er knyttet til vegtransport. Deretter følger intermodale med 25% av omsetningen, mens sjøtransport, flytransport og togtransport utgjør henholdsvis 12%, 10% og 6% (Eidhammer og Andersen, 2009)



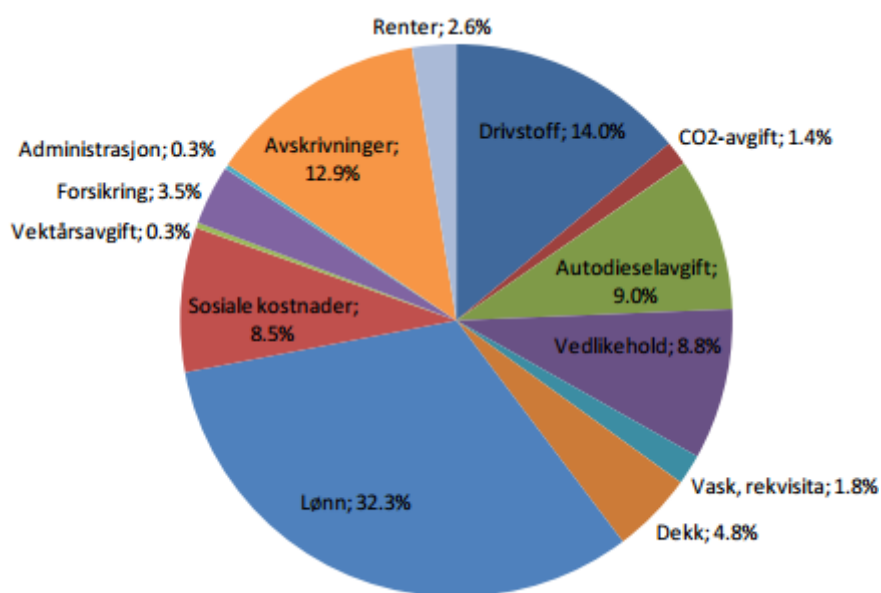
Figur 4: Bruk av transportformer

Produksjonsprosessen har stordriftsfordeler, og de største har tilpasset seg dette ved at de leverer tjenester både nasjonalt og internasjonalt. Fordelene er at de kan betjene flere leveranser i samme transport, og på denne måten samlaster slik at enhetskostnadene minimeres. Dette er hovedgrunnen til at bransjen er sterkt preget av oppkjøp og fusjoner. For eksempel er Linjegods kjøpt opp av Schenker, og Tollpost Globe er kjøpt opp av PostNord, som er det fusjonerte selskapet til Posten AB og Post Danmark. I Europa har Schenker og DHL kjøpt opp nasjonale og regionale selskaper for å ta innenlandske markedsandeler (Eidhammer og Andersen, 2009). Både DHL og Schenker er tyske selskaper, og er eid av henholdsvis Deutsche Post og Deutsche Bahn.

2.1.3 Kostnadsstruktur

Postbransjen kjennetegnes ved leveranse av post og pakker til salgssteder, eller hjem til sluttbruker. Dette krever mye arbeidskraft, både til transport og ekspedisjon. I Posten, som er den største aktøren i dette markedet, var lønnskostnadene i 2013 hele 58% av de totale kostnadene. Kostnader knyttet til lokaler og IT-tjenester sto for 22%, mens avskrivninger var 3% [7]. Før engangsposter, var driftsmargin i 2011 på 4,6%, mens 2012 hadde 4,9%, og 2013 hadde 4,8%. I 2014 sank driftsmargin før engangsposter til 3,8% [15].

Det er også betydelige lønnskostnader knyttet til transport. Ved å dekomponere transportkostnadene til en trekkvogn med semitrailer, som har en årlig kjørelengde på 120.000 km og avskrives over 4 år, fremkommer det som figuren under viser, at lønn og sosiale kostnader utgjør den største kostnadsandelen, med 41% til sammen. Deretter følger drivstoff inkludert avgift på 24%, og avskrivning og renter med til sammen 16% (Hovi og Hansen, 2011).



Figur 5: Kostnadsandeler for trekkvogn med semitrailer

Sammenlignet med en semitrailer er lønnskostnadene til jernbane- og sjøtransport betydelig lavere, og utgjør henholdsvis 16% og 8%. Kostnadene til jernbanetransport er hovedsakelig

knyttet opp til kapital og vedlikehold, og utgjør til sammen 58%. For sjøtransport er drivstoffkostnader inkludert avgift den største posten, og utgjør 55%, mens kapitalkostnader utgjør 21% (Hovi og Hansen, 2011)

Posten Norge opererer for det meste med trailertransport og jernbanetransport, og driften kan betegnes som transporttung og arbeidsintensiv. En stor andel av konsernets kostnader er relatert til lønn, spesielt når det gjelder postbransjen.

2.2 Selskapsbeskrivelse Posten Norge

Postverket ble opprettet den 17. januar 1647 og dette gjør konsernet til et av de eldste selskapene i Norge. I dag har konsernet over 20000 ansatte, fordelt på fire avdelinger. Dagens Næringsliv rangerte Posten Norge til plass nummer 22 på listen over Norges største selskaper, basert på økonomiske resultater fra 2013 [5]. Tradisjonelt sett har Posten Norge sin kjernevirksomhet vært basert på et monopol av leveringspliktige tjenester, i henhold til konsesjonen som utgis fra Samferdselsdepartementet. I nyere tid utgis det kun konsesjon på brev under 50g, og Posten Norge møter hard konkurranse i markeder over dette segmentet. For å imøtekomme denne konkurransen har Posten Norge foretatt en rekke oppkjøp både nasjonalt og internasjonalt. I dag tilbyr konsernet til Posten Norge tjenester i et bredt marked, herunder levering av brev og pakker opp til 35kg, stykkgoods, partigods, temperert gods og mer. Kundebasen er primært fra Norge og Norden, mens også globalt. I Norge leveres brev- og småpakketjenestene under det tradisjonelle merkenavnet Posten, mens Sverige blir tilbudt de samme tjenestene med det heleide datterselskapet Bring CityMail. Bedriftskunder blir tilbudt tjenester med merkenavnet Bring, både i Norge og Norden [7].

2.2.1 Virksomhetsområder

Konsernet har over flere år kjøpt opp en rekke små og store selskaper, hovedsakelig innenfor logistikksegmentet. I 2012 omsatte Posten Norge for ca. 23 milliarder NOK, hvor logistikksegmentet sto for 58% av inntektene, og ca. 28% kom fra selskaper utenfor Norge. Inntektene fra postsegmentet var på 10 409 millioner i 2012, som er en nedgang på 2% fra året før. Resultatet av oppkjøpene er en rekke merkevarer, og konsernet fant behov for å legge alle under navnet Bring.

Bring tilbyr 9 forskjellige tjenester innen post, logistikk og kommunikasjon:

- Bring Express - bud og ekspress
- Bring Mail - post og reklame
- Bring Parcels - pakker
- Bring Dialog - kundedialog og CRM
- Bring Cargo - gods
- Bring Frigo - temperert transport og lagertjenester
- Bring Warehousing - lagertjenester (3PL)
- Bring Customer Solutions - fjerdepartslogistikk (4PL)
- Bring CityMail - distribusjon av post i Sverige

Høsten 2013 endret konsernet på organiseringen ved å opprette fire divisjoner.

2.2.2 Datterselskaper

For å imøtekomme et bredt marked ble organisasjonen i 2013 delt opp i fire divisjoner.

Divisjonene:

- Post
- Logistikk Norge
- Logistikk Norden
- E-handel

Post divisjonen består først og fremst av morselskapet, og har ansvaret for de tradisjonelle posttjenestene. I tillegg driftes 9 postterminaler og et ekspedisjonsnett i Norge som består av 30 postkontor og ca. 1400 post i butikk. I Sverige leveres de tradisjonelle tjenestene gjennom selskapet Bring CityMail [7]. Post divisjonen har også ansvaret for datterselskapene Bring Mail og Bring Dialog, samt selskapets digitale tjenester og kundeservice.

Posten Norge kjøpte selskapet CityMail i 2002, og signaliserte med dette å utvide virksomheten i Norden. I dag heter selskapet Bring CityMail, og distribuerer post og småpakker for private og næringsdrivende i Sverige. Bring CityMail leverer post til over 50% av alle husstander i Sverige, og omsetter for over 800 millioner SEK i året. [7]

Bring Mail er datterselskapet som tilbyr kommunikasjon av reklame, brev og varer gjennom postkassen til små og store bedrifter.

Datterselskapet Bring Dialog ble kjøpt i 2006, og har i dag 75 ansatte. Selskapet jobber med direkte kundekommunikasjon over web, e-mail og mobile marketing. De har også spesialisert seg på reklamesendinger, lojalitetsprogrammer, CRM system og markedsføring for både B2B og B2C [10]. Customer Relationship Management (CRM) er en programvare som samler alle prosessene innenfor salg, markedsføring og kundeservice på ett sted. Systemet holder blant annet på informasjon om telefonsamtaler, aktiviteter, dokumenter, e-poster og markedstiltak. Dette skal gjøre det enklere for oppdragsgiver å være kundefokusert.

Omsetningen for divisjonen Post var i 2014 på 10 144 mill. kr, som er en reduksjon på 341 mill. kr fra 2013. Reduksjonen i omsetningen kommer av en nedgang i volum på adresserte brevsendinger med 6,5%, hovedsakelig i den norske virksomheten. Bring CityMail hadde en volumvekst på 4%. I tabellen nedenfor vises urevidert volum, driftsinntekter og resultat for divisjonen post, som igjen inkluderer virksomhetene Bring CityMail, Bring Dialog, Bring Mail og morselskapet

Tabell 1: Postsegment: Urevidert årsrapport 2013-2014

MNOK (urevidert)	Året 2014	Året 2013
Volum, konsern (antall fysiske sendinger i millioner)	2 387	2 428
Driftsinntekter	10 144	10 485
Segmentresultat (EBITDA)*	1 252	1 576
Segmentresultat (EBITE)*	847	1 142

Logistikk Norge og Norden

Som en del av strategien om å ekspandere i logistikkmarkedet har konsernet kjøpt en rekke logistikselskaper det siste tiåret. Tidlig på 2000-tallet kjøpte konsernet opp OSC/Wajens og Nor-Cargo, for å satse på tyngre gods. Disse selskapene dannet grunnlaget for datterselskapet

Bring Cargo, som frakter gods nasjonalt og lokalt. Bring Cargo har ansvaret for hovedpostgang og linjetrafikken i Norge med bil, tog og fly [7].

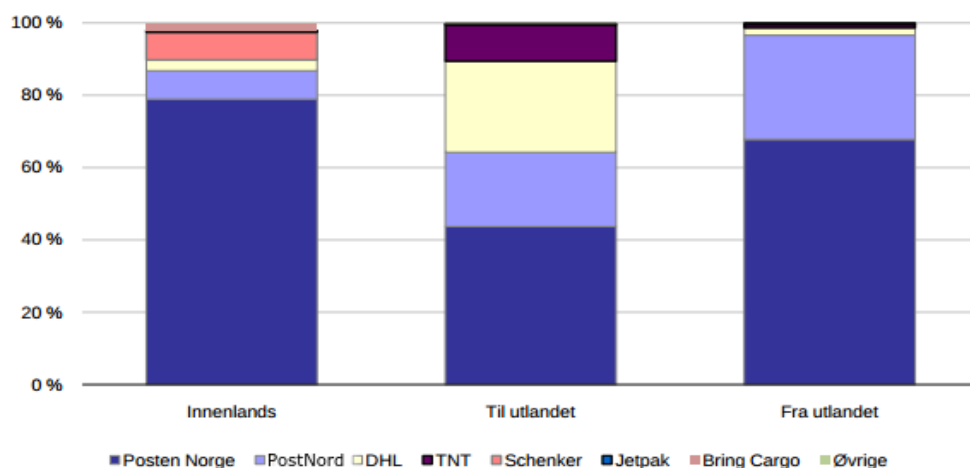
For å imøtekomme den internasjonale konkurransen er det også kjøpt flere logistikkelskaper i Sverige. Det startet med kjøpet av CombiTrans AB i 2008. Andre viktige oppkjøp er Transflex AB, InterspedIA, Ytrans, Ekdahls Åkeri, og seneste det svenske logistikkelskapet West Cargo Vårdgårda i 2014 (Jensen, Jordfald og Bråten, 2014). Selskapene ble i 2014 fusjonert til det nye datterselskapet Bring International AB. Bring International har ansvaret for konsernets internasjonale virksomhet utenfor Norden, i tillegg til lufttransport og sjøtransport.

Bring har også etablert selskaper i UK, Nederland, USA, Slovakia og Hong Kong, for å transportere gods tilbake til Norge og Norden.

Gjennom en egen prosjektavdeling har Bring også nylig satset på Offshore & Energy. Bring inngikk den 1. februar 2013 en logistikkavtale med Statoil, og dette er Norges største av sitt slag. Avtalen består av 90 Bring-semitrailere som trafikkerer både oljebasene og det innleide lasteskipet MV Rignator med brutto lastekapasitet på 1167 tonn. I henhold til avtalen skal Bring transportere utstyr og stålseksjoner til oljeplattformen Edvard Grieg. Bring vant også kontrakten med Kværner for Nyhamna Expansion Project i Aukra, med en verdi på rundt 150 millioner kroner. Prosjektet vil ha byggesteder i Norge, Europa og Kina, før alt til slutt skal sendes til Nyhamna [7].

Datterselskapet Bring Linehaul AS har ansvaret for Bring sin nasjonale og internasjonale togtransport. Selskapet håndterer et stort volum av varer for kunder innenfor bryggeri, dagligvarer, offshore og gass.

Bring Parcels er datterselskapet som har ansvaret for transport av lettgoods og pakker. Tidligere var denne tjenesten levert med merkenavnet Posten Norge, men har i senere tid blitt overført til Bring Parcels sin virksomhet. Figur 6 viser markedsandelene for registrerte pakkesendinger i 2009.



Figur 6: Markedsandel registrerte pakkesendinger (Post- og teletilsynet, 2011)

Figuren viser at Posten Norge (nå Bring) hadde størst markedsandel med 79% av de innenlandske sendingene, mens PostNord og Schenker har rundt 8% hver. For sendinger til utlandet er det flere større aktører i markedet. Bring er den største aktøren med 43,7 prosent markedsandel, mens DHL er nest størst med 25,3 prosent markedsandel, og PostNord har en markedsandel på 20,5 prosent (Post- og teletilsynet, 2011). Siden markedsandelene er fra 2009, kan markedsandelene ha endret seg noe. Etter 2009 har Bring innrettet seg kraftig mot utlandet, blant annet med store oppkjøp i Sverige, som er naturlig knutepunkt inn og ut av Norden.

Tjenesten for ekspresspakker leveres av datterselskapet Bring Express. Denne tjenesten skiller seg fra Posten sin ekspresstjenesten ved at Bring Express er rettet spesifikt mot bedriftskunder. Tjenesten tilbyr ekspressleveranser over hele verden.

Markedet for transport av temperert gods, slik som matvarekjeder ønsker, leveres av Bring Frigo. Posten Norge kjøpte dette kjøpe- og fryselagerselskapet i 2006, og den gangen het selskapet Frigscania. Selskapet fusjonerte med Nor-Cargo Thermo AS i 2007, og leverer i dag temperert gods under navnet Bring Frigo (Jensen, Jordfald og Bråten, 2014). I 2011 kjøpte Bring Frigo det svenske selskapet Coldsped, og er dermed det største selskapet i Norden som tilbyr temperert gods [7].

Bring leverer også tjenester av tredje- og fjerdepartslogistikk. Tredjepartslogistikk blir tilbudt av lagertjenestene til Bring Warehousing, mens fjerdepartslogistikk går gjennom selskapet Bring Supply Service. Ved fjerdepartslogistikk (4PL) tar Bring hånd om kunden sine administrative prosesser, i tillegg til den fysiske vareflyten. Tjenestene inkluderer innkjøp, bokføring, prognoser, lagring og transport, slik at hele verdikjeden blir tatt hånd om [8].

E-handel

Opprettelsen av divisjonen for E-handel er et resultat av at netthandelen i Norden øker med 15% årlig [9]. Konsumenter i Norden handlet varer på internett til en verdi av 129 milliarder kr i 2014. Av denne verdien sto svenske konsumenter for 40% av den totale andelen. Per capita er det nordmenn som handler mest på nettet. Nordmenn handler også for de største beløpene, med et gjennomsnitt på 9 500 kr per nordmann i 2014.

E-handel divisjonen arbeider målrettet for å inngå avtaler med nettbutikkene, og derved kunne bringe varene hjem til sluttbruker. Blant annet har konsernet et samarbeid med sportskjeden XXL som nå utvider kjeden til Sverige. XXL har valgt Bring som sin logistikkpartner, og dette innebærer at Bring skal ta seg av importvarer fra Asia, levere varene videre til butikkjedene og ut til kundene. Dette gjelder også e-handel gjennom XXL [52].

Konsernet satser i Sverige og Danmark for å møte den store veksten innen e-handel. I 2013 kjøpte konsernet 34% av aksjeposten til det danske transportselskapet Danske Fragtmænd AS. Selskapet omsatte for 2 mrd. kr i 2012.

Samlet utgjør divisjonene Logistikk Norge, Logistikk Norden og E-handel hele logistikksegmentet. Dette segmentet inkluderer datterselskapene Bring Cargo, Bring Linehaul, Bring Parcels, Bring Express, Bring Frigo, Bring Warehousing og Bring Supply Service.

Tabell 2 viser logistikksegmentets ureviderte driftsinntekter og resultat for 2013 og 2014 [11]

Tabell 2: Logistikksegmentet: Urevidert årsrapport

MNOK (urevidert)	Året 2014	Året 2013
Driftsinntekter	15 943	14 941
Segmentresultat (EBITDA)	795	554
Segmentresultat (EBITE)	407	236

Totale inntekter for segmentet Logistikk var på 15 943 mill. kroner i 2014, mot 14 941 mill. kroner året før, dette er en omsetningsvekst på 6,7 %. Den underliggende organiske veksten var på 3,3 % i 2014. Godsomsetningen økte med 11% i 2014, drevet av sterk kundetilvekst og økt prosjektaktivitet innenfor Offshore, spesielt i første halvår. Konsernets samlede e-handelsvolum for 2014 var 8 % høyere enn fjoråret [11].

2.2.3 Mål og strategi

Posten Norge har en rekke utfordringer og hovedmål knyttet til driften. I en melding fra Samferdselsdepartementet til Stortinget opplyses det om at det primære hovedmålet til konsernet er å oppfylle samfunnsoppdraget i henhold til gjeldende konsesjonskrav (Meld. St. 18, 2011-2012). Videre påpekes det at lønnsomhet og avkastning vil være et godt uttrykk på hvor godt virksomheten drives. Posten Norge mener at det ikke vil være en motsetning ved å oppfylle de samfunnsplagte oppgavene på den ene siden og ekspansjon i konkurranseutsatte markeder på den andre (Meld. St. 18, 2011-2012). Konsernet sine selvpålagte hovedmål og utfordringer er knyttet til lønnsom vekst, samtidig som de ønsker å være en ledende markedsaktør. I tillegg ønsker konsernet å svare på den økende konkurransen i Norden, ved å utvikle en kundeorientert, nordisk, integrert og industrialisert post- og logistikkvirksomhet [6].

Frem mot 2016 har konsernet tre mål:

1. Konsernet skal utvikle ledende posisjoner i alle de nordiske landene innenfor valgte tjenesteområder. Samtidig skal konsernet tilby nordiske løsninger til kunder i det nordiske markedet.
2. Konsernets verdikjeder skal reduseres i antall og integreres i ett distribusjons- og terminalnettverk med en koordinert kundefront. Informasjon om produkter og kapasitet skal være tilgjengelig i hele verdikjeden på tvers av geografi og organisatorisk enhet.
3. Konsernet skal skape økt kunde verdi og konkurransekraft gjennom standardisering, utvikling av modulbaserte løsninger, industriell skreddersøm og kontinuerlig forbedring.

2.2.4 Framtidsutsikter

For å oppfylle målene har konsernet de siste årene arbeidet med samlokalisering av terminaler for post og logistikkvirksomheten. Terminalene skal bidra til samlokalisering av post, pakker, gods og termovirksomhet, slik at tjenestetilbudet og konkurransekraften øker. Tidlig i 2014 besluttet konsernet å bygge en ny terminal i Alnabru, og i desember samme år ble det besluttet å bygge ny terminal i Bjerkvik nord for Narvik. I januar 2015 ble det besluttet å bygge nye terminaler i Stavanger og i Mo i Rana. Alle terminalene er planlagt å stå ferdige i 2017. I oktober 2014 ble ny terminal i Molde og ny fellesterminal i Vantaa utenfor Helsingfors i Finland åpnet [11].

I dag er Osloregionen sentral for varedistribusjon til hele Norge. Den nye terminalen på Alnabru vil fungere som et sentrallager og distribusjonssenter for Bring sin transport, både inn og ut av landet. Terminalen har en kostnad på 1,5 mrd. kr, og vil bli Norge største av sitt slag med 80 000 brutto kvadratmeter [51]. Mye av den utenlandske transporten går videre via Sverige, som er Norges største handelspartner. I Sverige har Bring en sentralterminal stasjonert i Gøteborg, hvor vareflyten igjen sprer seg videre.

2.2.5 Utbytte

Utbyttepolitikken for Posten Norge ble sist endret med virkning fra og med regnskapsåret 2009. Statens gjeldende utbyttepolitikk for Posten Norge innebærer et forventet utbytte på 50 % av overskuddet i konsernet, etter skatt. Før det årlige utbyttet blir fastsatt, skal det gjøres en selvstendig vurdering av den økonomiske situasjonen i konsernet, og av framtidsutsiktene. Normalt vil utbyttepolitikken ligge fast for en periode på tre til fem år (Meld. St. 18, 2011-2012). I statsbudsjettet for 2015 er det lagt til grunn 300 mill. kroner i utbytte fra Posten Norge for resultatåret 2014. Basert på det faktiske årsresultatet for 2014, vedtas endelig utbytte på generalforsamlingen i 2015. Fra år 2011 til år 2013 ble det betalt utbytte på henholdsvis 138 mill.kr, 276 mill. kr, og 254 mill.kr [7].

2.2.6 Avkastningskrav

I St.meld. nr. 12 (2007-2008)¹ er egenkapitalavkastningskravet til Posten Norge satt til 10 prosent. I verddivurderingen av Posten Norge lagt frem våren 2010, og i oppdateringen høsten 2011, har Handelsbanken Capital Markets beregnet avkastningskrav for egenkapitalen i Posten Norge, basert på kapitalverdimodellen. Vurderingen er gjort under forutsetning av at ordningen med statlig kjøp av ulønnsomme leveringspliktige tjenester opprettholdes. Kalkylen er basert på tre ulike avkastningskrav for segmentene post, logistikk og IT, som deretter er vektet med relativ selskapsverdi. Basert på disse forutsetningene gir dette et egenkapitalavkastningskrav for Posten Norge på 10,2 prosent. Handelsbanken konkluderer ut fra dette at eiers fastsatte avkastningskrav på 10 prosent fortsatt virker rimelig, og foreslår ingen endringer i dette (Meld. St. 18, 2011-2012).

Videre i Meld. St. nr. 18 (2011-2012) blir egenkapitalavkastningskravet endret til 9 prosent, noe som betyr at Handelsbanken sin konklusjon ikke blir videreført.

Samferdselsdepartementet mener dette er et realistisk mål hvis konsernet driver effektivt, og gjennomfører de nødvendige tiltak og omstillinger som markedssituasjonen krever.

Samferdselsdepartementet anser det nye avkastningskravet å være mer i tråd med de krav som settes til andre statlig eide selskaper i regulerte sektorer, samtidig som det er realistisk ut fra

¹ [Før 1. oktober 2009 ble betegnelsen stortingsmelding, forkortet St.meld.](#)

virksomhetens karakter og de utfordringer man ser knyttet til markedsutviklingen (Meld. St. 18, 2011-2012).

Ingen av Stortingets meldinger sier noe om kostnaden av selskapet sin gjeld. Det er vektlagt at avkastningen på egenkapitalen ikke skal prioriteres opp mot selskapets samfunnsansvar i form av leveringspliktige tjenester og god kvalitet (St.meld. 12, 2007-2008).

3 Metode for verdsetting

I dette kapitlet skal jeg gjøre rede for hvilke verdsettelsesmetoder som kan benyttes, og hvilken som egner seg best til Posten Norge AS. Videre vil jeg presentere hva som driver verdien til selskapet, gitt den valgte metoden.

3.1 Verdsettelsesmetode

Det finnes flere ulike metoder for en verdsettelse. Hvilken metode som egner seg best, er avhengig av ulike faktorer. Blant annet må det tas hensyn til hva som skal verdsettes, og hvilken informasjon som ligger til grunn. Det kan også være ulike interessenter med ulike behov i forhold til verdsettelsen.

Damodaran (2002:11) nevner tre generelle fremgangsmåter ved en verdivurdering. Den første er verdsetting ved hjelp diskontert fri kontantstrøm (DCF). Denne metoden tar utgangspunkt i nåverdien av en kontantstrøm som genereres av en eiendel, og måler den opp mot verdien til den respektive eiendelen. En annen metode kalles for relativ verdivurdering, der poenget er å måle en eiendel opp mot en annen relativt lik eiendel. Når det gjelder et selskap, kan verdien anslås ved å se på prisingen av et sammenlignbart selskap i forhold til en annen variabel, som for eksempel omsetning, kontantstrøm eller bokført verdi. Den tredje metoden er basert på opsjonpriseringsmodeller, og egner seg hvis en for eksempel skal verdivurdere patenter, prosjekter og oljefelt (Damodaran, 2002:11).

Innenfor teorien til diskontert fri kontantstrøm er flere modeller basert på diskontering av utbytte, for eksempel Gordons vekstmodell, og To-steps diskontert utbyttmodell. Slike modeller har ofte svakheter knyttet til vekstestimatet. For eksempel krever Gordons

vekstmodell en stabil vekst, mens en To-steps diskontert utbyttmodell vil estimere feil verdi av selskapet dersom lengden av perioder med ekstraordinær vekst feilberegnes (Damodaran, 2002:330).

Metoden for diskontert fri kontantstrøm er den fundamentale metoden som ligger til grunn uansett hvilken type metode som skal brukes. Denne metoden egner seg for selskaper med positive kontantstrømmer som kan prognostiseres for fremtiden. Videre må det kunne beregnes en risiko som gir uttrykk for hvilken diskonteringsfaktor som legges til grunn (Damodaran, 2002:16). Denne metoden egner seg for Posten Norge, som kan vise til positive kontantstrømmer og stabil kapitalstruktur [15]. Jeg vil dermed benytte metoden diskontert fri kontantstrøm.

Verdien som estimeres på bakgrunn av diskontert fri kontantstrøm, vil jeg til slutt kvalitetsikre ved hjelp av en relativ verdivurdering.

3.2 Fremgangsmåte

Strategisk analyse

Først vil jeg starte med å finne strategiske fordeler til Posten Norge. Strategiske fordeler vil fortelle i hvilken grad selskapet er i stand til å generere økonomisk profitt utover avkastningskravet. Eksempler på dette kan være etableringsbarrierer for konkurrentene, eller monopolprofitt. Analysen vil baseres på PESTEL, og elementer hentet fra Porters analysemetoder.

Regnskapsanalyse

Her vil jeg bruke regnskapet til å måle historisk resultat. Balansen og resultatregnskapet vil omgrupperes med hensyn til hva som er driftsrelatert og hva som er finansielt. Etter den strategiske analysen og regnskapsanalysen, vil jeg gjøre meg en oppfatning av hvilken risiko som er knyttet til selskapet. På bakgrunn av dette skal jeg utlede selskapets avkastningskrav.

Fremtidsprognose

En prognose vil utarbeides for å estimere fremtidig fri kontantstrøm og terminalverdi.

Verdiberegning

Basert på informasjonen fra analysene vil den faktiske verdien beregnes i dette kapitlet.

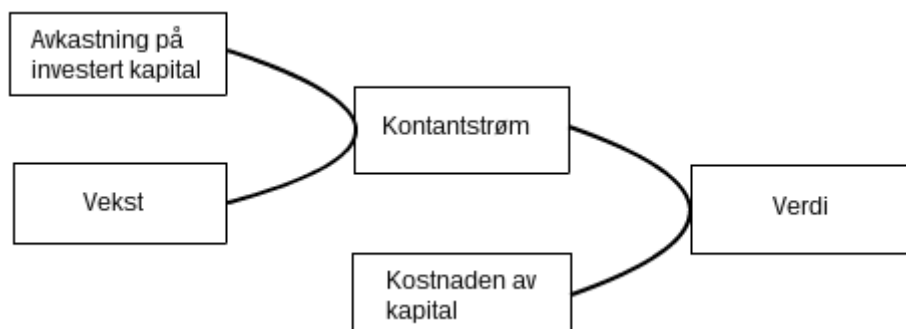
Modellen som vil bli brukt er:

- Diskontert fri kontantstrøm (DFC)
- Relativ verddivurdering

For å få en bredere forståelse av forutsetningene som ligger til grunn i DFC-modellen, skal jeg gjøre diverse sensitivitetsanalyser av verdidriverne.

3.3 Verd drivere

Et selskaps evne til å skape verdi er avhengig av at kontantstrømmen genererer en avkastning på investert kapital (ROIC), som er større enn kostnaden av kapital. Kombinert med den underliggende veksten (g), er dette driverne til kapital (Koller et al., 2010).



Figur 9: Verd drivere

Den frie kontantstrømmen (FCF) beregnes med utgangspunkt i profitt før renter, skatt og amortisering (EBITA), for så å trekke fra driftsrelatert skatt. Det vi gjenstår med da er NOPLAT. For å komme frem til den frie kontantstrømmen, må vi til slutt justere NOPLAT for netto investeringer:

$$\text{FCF} = \text{NOPLAT} - \text{Nettoinvesteringer}$$

3.3.1 Avkastning på investert kapital (ROIC)

Den tradisjonelle formelen for ROIC er:

$$ROIC = \frac{NOPLAT_t}{Investert\ Kapital_{t-1}}$$

Net Operating Profit Less Adjusted Taxes (NOPLAT) er det overskuddet som kommer fra selskapet sin kjernevirksomhet, når den driftsrelaterte skatten er trukket fra. Investert kapital er den driftsrelaterte kapitalen som selskapet har investert inn i kjernevirksomheten. Av formelen ser vi at for å skape høyest mulig avkastning på investert kapital (ROIC), må selskapet generere mest mulig overskudd med minst mulig kapital.

3.3.2 Vekst

For å generere mest mulig overskudd er selskapet avhengig av å øke inntektene, som igjen betyr at selskapet må øke veksten. Veksten (g) er den veksten som NOPLAT øker med for hvert år.

Her må en bemerke at selv om veksten øker NOPLAT, er det ikke bestandig slik at en høy vekst øker verdien til selskapet. Hvis kostnaden av kapital er større enn avkastning på kapital, vil veksten ødelegge verdi for selskapet. Dette er en motsetning til ROIC, som alltid vil øke verdien på selskapet, når den stiger. Dette kan vi se av formelen for økonomisk profitt (RI):

$$RI = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{IC_{t-1}(ROIC - WACC)}{(1 - WACC)^t}$$

«Det punktet hvor ROIC er lik kapitalkostnaden, vil være skillet mellom å skape og ødelegge verdier gjennom vekst.» (Koller, et al., 2010, p. 22).

Videre vil verdien som skapes når ROIC er større enn kapitalkostnaden, være et uttrykk for økonomisk profitt (RI).

3.3.3 Avkastningskravet til kapitalkostnaden (WACC)

Verdien er avhengig av kapitalkostnaden WACC. Posten Norge er finansiert med egenkapital og/eller gjeld. Disse to kapitalkildene har en ulik kostnad, og WACC er det veide gjennomsnittet av begge kostnadene. WACC beregnes som:

$$WACC = \frac{D}{V}k_d(1 - T) + \frac{E}{V}k_e$$

D og E representerer vekter for gjeld og egenkapital, mens V er samlet markedsverdi.

$$V = E + D$$

k_d og k_e er kostnaden for henholdsvis gjeld og egenkapital.

T er skattesatsen.

3.3.4 Verdiberegning

Verdien beregnes ved å diskontere prognosens frie kontantstrøm og terminalverdi, mot avkastningskravet. Den diskonterte frie kontantstrømmen beregnes slik:

$$NV = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Kontantstrøm}_t}{(1 - WACC)^t}$$

Terminalverdien gir et uttrykk for videre vekst etter prognoseperioden, og denne beregnes slik:

$$TV_t = \frac{NOPLAT_{t+1} \left(1 - \frac{g}{RONIC}\right)}{WACC - g}$$

4 Strategisk Analyse

Hovedpoenget med den strategiske analysen er å belyse hvordan selskapet sin posisjon i markedet kan ha betydning for videre vekst og lønnsomhet. I denne forbindelse vil jeg benytte en PESTEL-analyse. En PESTEL-analyse vil finne de makroøkonomiske forhold som selskapet står ovenfor, det vil si finne de eksterne faktorene som kan og vil påvirke videre drift av selskapet. Til denne oppgaven er det relevant å finne faktorer som kan påvirke verdidriverne til Posten Norge AS.

Resultatene fra den strategiske analysen vil fungere som et supplement til det bokførte tallmaterialet som selskapet har, og videre forklare eventuell økonomisk profitt og vekst. Dette vil gjøre at fremtidsbudsjetteringen blir så korrekt som mulig. En korrekt fremtidsbudsjettering er igjen viktig for å kunne lage en korrekt verdiberegning.

4.1 PESTEL

PESTEL-analysen inneholder alle de eksterne forholdene som er viktig for selskapet i dag, eller forventes å kunne bli viktig i fremtiden. Eksterne forhold er alt som påvirke selskapet utenfra, på en slik måte at selskapets posisjon, potensial og videre vekst kan endres. PESTEL består av følgende faktorer:

- Politisk - eks. utenlandske handelsavtaler
- Økonomisk - eks. konjunkturer, valutakurs og renter
- Sosiale - eks. demografi
- Teknologisk - eks. nye løsninger
- Samfunnsmessig - eks. infrastruktur og klima
- Lovmessig - eks. EUs postdirektiv

4.1.1 Politiske faktorer

Etter utvidelsen av EU med åtte nye medlemsland i 2004, har Norge opplevd økt arbeidsinnvandring fra disse områdene. Norge, som er medlem av EFTA, har avtale med EU om at arbeidere skal kunne bevege seg fritt over landegrensene for å søke etter arbeid [48]. Spesielt personer med øst-europeisk bakgrunn benytter seg av det dette markedet. Mange

norske transportselskaper gir slike arbeidsinnvandrere lavere lønn enn nordmenn. I tillegg er det ett felles transportmarked innenfor EØS, hvor norske transportselskaper og speditører kan bestille tjenester fra utenlandske transportselskaper, som også gir sjåførene lav lønn. Dette øker konkurransen og presser de norske selskapene til å bli mer kostnadseffektiv med tanke på nordmenn sine lønninger. En undersøkelse gjort av Yrkestrafikkforbundet, viser at mange utenlandske sjåførene bor permanent på Svinesund for å kjøre strekningen mellom Norge og Sverige Mange av disse er også ansatt i norske selskaper [49]. Undersøkelsen er gjort med tanke på sosial dumping, da norske yrkessjåfører peker på dette som et stort problem i bransjen. Yrkestrafikkforbundet har videre begjært en minstelønn for godstransportsjåfører, og dette gjelder også utenlandske sjåfører i Norge. Denne tariffavtalen er ikke ferdigbehandlet, og det er vanskelig å si noe om resultatet [50]. Samferdselsdepartementet har ikke gitt noen merknader til saken.

Økt arbeidsinnvandring fører isolert sett til at Posten Norge får mindre marginer knyttet til transport, og det forventes derfor at Posten Norge vil satse videre på kostnadskutt [3]. Samtidig har Posten Norge uttalt økt satsing på synergieffekter og forbedring av konkurransekraften, noe som vil gi Posten Norge en fordel målt opp mot andre norske transportselskaper.

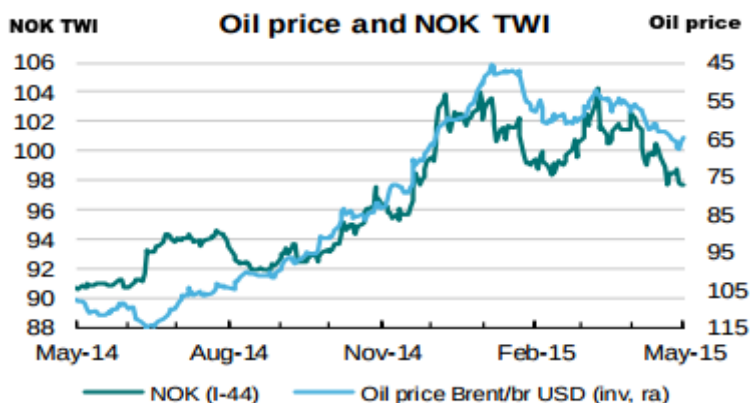
4.1.2 Økonomiske faktorer

Posten Norge er direkte påvirket av den økonomiske utviklingen og finansielle situasjonen i verden. Lavere økonomisk aktivitet vil gi lavere etterspørsel etter transport og logistikkjenester. Dette var tilfellet for finanskrisen 2008, hvor etterspørselen fra bedrifter og konsumenter falt både internasjonalt og nasjonalt.

Etterspørselen er også avhengig av valutakursen. Valutakurser påvirker Posten Norge først og fremst direkte gjennom utenlandsk handel. En svekkelse av den norske kronen vil føre til dyrere utenlandske varer, som igjen medfører mindre konsum og mindre volum til norske bedrifter og konsumenter. Dette er en motsetning til norsk industri som tjener godt på svekkelse av den norske kronen, da dette fører til at norske varer blir relativt sett billigere, og dermed øker etterspørsel fra utlandet. Økt etterspørsel fra utlandet gagnar også Posten Norge

gjennom datterselskapet Bring International, som fokuserer på denne vareflyten. Jeg vil uansett anta at en svekket norsk valuta isolert sett vil medføre et lavere totalt volum for Posten Norge.

I skrivende stund veksles 1 EURO for 8,4 NOK (CMC Markets, 11 mai). Som følge av oljeprisfallet siste halvåret 2014 har kronkursen svekket seg betydelig, spesielt mot USD. I juni 2014 ble 1 USD handlet for 6 NOK, i mai 2015 kostet 1 USD ca. 7,5 NOK (CMC Markets, 11 mai). Dette er en økning på 25%. Grunnen til økningen skyldes at olje omsettes i amerikanske dollar. Figuren under er hentet fra DNB, og viser hvordan den importveide kronkursen endrer seg i takt med oljeprisen [38].



Figur 7: Samvariasjon: Importveide kronkurs og oljeprisen [38]

Denne samvariasjonen som vises i bildet ovenfor, gir utfordringer for Norges Sentralbank når styringsrenten skal fastsettes. Dersom oljeprisen holder seg lav over en lengre periode, vil investeringsnivået på norsk sokkel falle, og dette taler for økt arbeidsledighet og fallende rentebane. På den andre siden vil lav kronkurs over tid medføre importert inflasjon, som taler for økende rentebane. I tillegg må Norges Sentralbank ta hensyn til nordmenns økende gjeldsgrad.

Det kan virke som Norges Sentralbank vektlegger det fallende investeringsnivået noe kraftigere, og har uttalt 100% sannsynlighet for rentekutt 18. juni, og 20% sannsynlighet for et nytt kutt i perioden september til desember (Hovde, 2015).

Selv med rentekutt anslår Sparebank1 Markets i valutarapporten fra april, at kronen vil styrke seg mot Euro, USD og GBP på sikt (Hovde, 2015). Grunnen til dette er at markedet allerede har priset inn sannsynligheten for rentekutt. Dette vises i tabellen under.

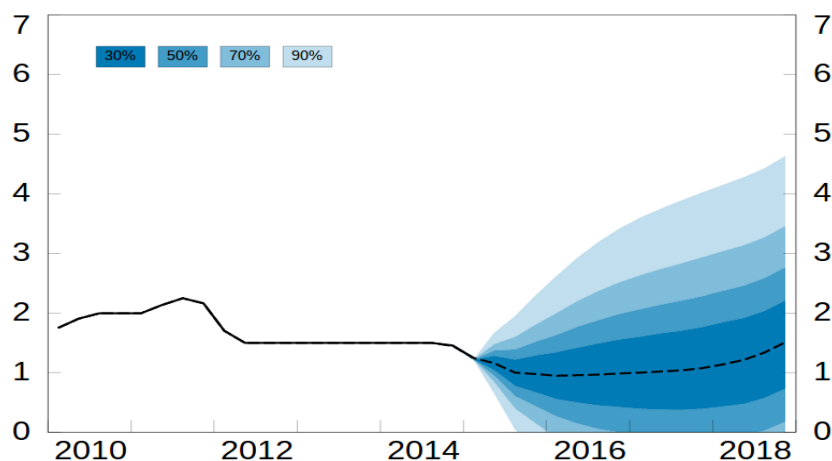
Tabell 3: Valutaprognose

	1 mnd	3 mnd	6 mnd	1 år
EUR/ NOK	8,5	8,4	8,3	8,2
USD/ NOK	7,9	7,5	7,6	7,15
GBP/ NOK	11,6	11,5	11,25	10,9
SEK/ NOK	0,91	0,89	0,89	0,9

Kilde: Sparebank1 Markets

Estimatene er tilnærmet lik estimatene fra DNB [38]. På kort sikt vil kronen styrke seg.

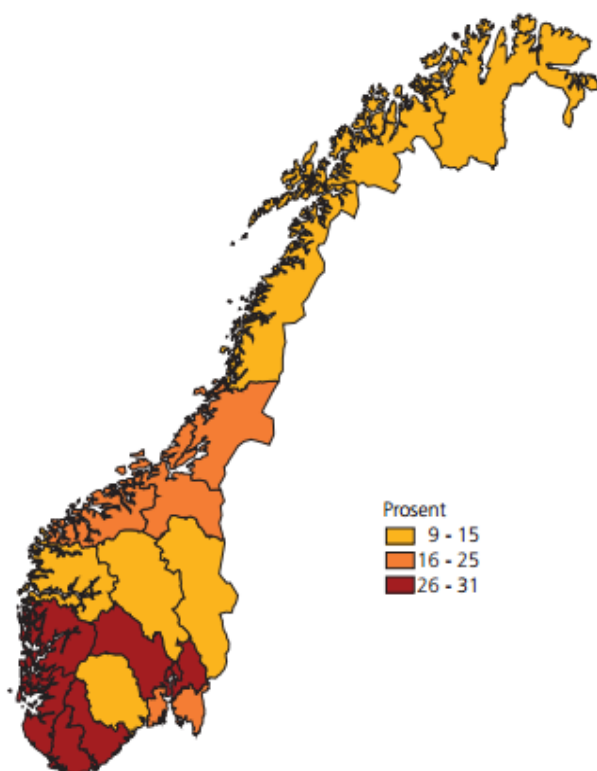
Den Norske Sentralbanken planlegger å kutte styringsrenten med 25 basispunkter, fra 1,25% til 1% i juni 2015 (Hovde, 2015). Dette er i så fall det laveste nominelle rentenivået som er registret i Norges historie [40]. Styringsrenten har falt kraftig de seneste årene, etter at den var på 5,75% i juli 2008. Norges sentralbanksjef Øystein Olsen har i senere tid uttalt at han anser en rente under 4% som en normal rente [41]. Rentebanen til sentralbanken vises i figuren under.



Figur 8: Rentebane styringsrente (Norges Sentralbank)

4.1.3 Sosiale faktorer

Sammen med internettet sin ankomst på 2000-tallet, har Norge også opplevd en avindustrialisering og sterk overgang til tjenesteproduksjon. Før denne perioden var industrien og handel preget av en vareflyt over korte avstander. I tillegg var samfunnet bundet opp i valutarestriksjoner og tollrestriksjoner. I dag er samfunnet mer åpent, både med tanke på vareflyt og arbeidsinnvandring. Norge har opplevd en sentralisering i de seks største byene Oslo, Bergen, Trondheim, Stavanger, Kristiansand og Tromsø, og i 2014 kom 86% av den totale befolkningsveksten til disse byene [53].



Figur 9: Prognose for befolkningsvekst i fylkene for perioden 2014-2040 (SSB)

Figuren viser at befolkningstallet er forventet å vokse i alle fylkene mellom perioden 2014-2040. Tallet er forventet å øke mest i og rundt Oslo, og på Sør- og Vestlandet.

Vekstprognosen tar hensyn til de fem siste års regionale mønstre for fruktbarhet, flytting og dødelighet. Det betyr at forhold som arbeidsplasser og boligbygging ikke er tatt hensyn til.

Sentralisering og liberalisering har medført økt volum av varer over større avstander, som igjen er med på å forme logistikknæringens verdikjeder. Økte avstander gir kostnadspress ved at det skal transporteres mer på kortest mulig tid. Derfor er stordriftsfordeler blitt et viktig tema i transportbransjen, som er preget av oppkjøp og fusjoner.

4.1.4 Teknologiske faktorer

Teknologisk utvikling, med økt energieffektivisering og reduserte utslipp kan forlenge levetid og konkurransekraft for lastebilene til Posten Norge. Nye teknologiske metoder for overføring av gods kan også bli viktig på lang sikt, for eksempel basert på spesialiserte banesystemer, magnetdrevne systemer, samt førerløse robotsystemer på vei eller underjordiske transportsystem (Hovi, Grønland og Hansen, 2011). Det er liten tvil om at den teknologiske utviklingen er med på å påvirke konkurransekraften og transportmiddelfordelingen, men dette vil ikke bli en faktor i selve prognosen. Prognosen er først og fremst en trendforlengelse av dagens teknologi og transportmiddelfordeling.

4.1.5 Samfunnsmessige faktorer

I sammenheng med sentraliseringen i Norge, er dette også et element som gir økt press på forbedring av infrastruktur i de største byene. Dersom Posten Norge skal konkurrere på et internasjonalt nivå, er det viktig at vareflyten går uten hindringer gjennom de største byene i Norge, da dette er områdene hvor Posten Norge transporterer mest varer. Flaskehals vil gi mindre marginer og relativt større lønnsomhet til konkurrentene. I Oslo skal ti tunneler stenges i perioden 2015 - 2020. Dette medfører lengre køer inn og ut av Oslo, og dette koster mye for næringslivet.

Fremdriftsplan									
	1. halvår 2015	2. halvår 2015	1. halvår 2016	2. halvår 2016	1. halvår 2017	2017	2018	2019	2020
Smestadtunnelen*	Orange	Orange	Orange						
Granfosstunnelen*		Orange	Orange	Orange	Orange	Orange			
Brynstunnelen*			Orange	Orange	Orange				
Tåsentunnelen**			Grønn	Grønn	Grønn				
Ekeberg***- og Svartdalstunnelen					Grønn	Grønn	Grønn	Grønn	
Festningstunnelen*							Grønn		
Vålerengtunnelen*							Blå	Blå	
Vaterland- og Hammersborgtunnelen								Blå	Blå

Figur 10: Stengte tunneler i Oslo perioden 2015-2020 [59]

Med hensyn til figuren over, har NHO beregnet at stengte tunneler i Oslo vil kunne koste næringslivet 700 mill. kr [54]. Det er estimert at distribusjonsbiler inn og ut av Oslo vil bruke en time lengre i denne perioden, og noen av aktørene kan bli nødt til å øke prisene på tjenestene.

I prognosen forutsetter jeg at Posten Norge vil øke prisene hvis kostnaden av dårlig infrastruktur blir for høy.

Transportindustrien er en av hovedkildene til den globale mengden CO₂ som slippes ut årlig. Gjennom FNs klimakonvensjon og klimaforliket er Norge aktivt med på å redusere de globale CO₂-utslippene [55]. I klimaforliket er det fokus på å styrke jernbanens rolle i transportsystemet, og det skal gjøres mer investeringer i jernbanenettet. Det ble også vedtatt at avkastningen på miljøfondet skal gå til klima- og teknologisatsning. Videre skal det legges til rette for mer bruk av biodrivstoff (Meld. St. 21, 2011-2012). I lavutslippsrapporten til miljødirektoratet fremkommer det mye potensiale for utslippsreduksjoner i transportbransjen [56].

Av miljøfondet får Posten Norge støtte til å teste ut el-biler i ekspressdistribusjon. Bring Sverige har fått støtte til å utvide satsingen på RME, et drivstoff som skal redusere CO₂-utslippene med 93%. Det viktigste miljøtiltaket i divisjon Post er å skifte ut tradisjonelle

kjøretøy på fossilt brennstoff med miljøvennlige alternativer, som el-bil og el-jeep. I 2013 økte antall alternative kjøretøy med 21 prosent, fra 555 til 674. Samtidig ble antall tradisjonelle kjøretøy redusert med 10 prosent, til 3451.

4.1.6 Lovmessige faktorer

Staten sitt eierskap i Posten Norge kan knyttes til behovet for brevkorrespondanse før tele- og internettalderen, i tillegg til at postnettet har vært et naturlig monopol. Posten Norge begrunnet monopolet med at private aktører i tettbygde strøk kunne holde en lavere portotakst, og dermed ville det overskuddet som postverket trengte for å frakte brev over større avstander falle bort (Thue og Johannessen, 1997).

I 1946 ble Postverket overført til Samferdselsdepartementet, og i 2002 ble det omgjort til et rent aksjeselskap under navnet Posten Norge AS. Virksomheten reguleres av Postloven 29. november 1996 nr. 73, dette følger av lovens paragraf 1. Med hjemmel i denne loven har Posten Norge konsesjon på å levere brev under 50 gram til kunder i Norge. Konsesjonen krever motytelser i form av oppgaver som skal komme samfunnet til gode. Disse ytelsene skal sikre at 85% av brevene leveres innen 1 dag, med rimelig pris og god kvalitet [12].

Gjennom å levere et produktregnskap til post- og teletilsynet, får Posten Norge bevilget midler til de ulønnsomme tjenestene. For å sikre mot over- eller underkompensasjon, blir den årlige forhåndskompensasjonen etterjustert i henhold til produktregnskapet sine merkostnader i enerettsområdet. Justert for etterberegningen ble det bevilget statlig kjøp for 179 mill. kroner i 2012, 480 mill. kroner i 2013, og 320 mill. kroner i 2014 (Oslo Economics, 2015). I henhold til konsesjonen må Posten dokumentere til post- og teletilsynet at det ikke foregår ulovlig kryssubsidiering mellom det regulerte- og konkurranseutsatte markedet [7].

Kryssubsidiering:

Ettersom virksomhetene til Posten og Bring i stadig større grad samlokaliseres under samme terminaler, vil selskapene komme nærmere hverandre i form av kostnadseffektivitet og synergieffekter. Dette kommer også frem i et av hovedmålene til konsernet, som er å styrke kryssalg og synergiuttak ved å redusere antall verdikjeder, og integrere dem i ett distribusjons- og terminalnettverk. I et brev datert 14.11.2014 fra Norges lastebileier-forbund

(NLF) til næringskomiteen på Stortinget, påpeker NLF at Posten Norge beveger seg stadig lengre vekk fra sitt samfunnsoppdrag, og at de to ulike målsetningene til Regjeringen og Posten Norge ikke lar seg oppfylles i henhold til uttalte prinsipper. Offentlig og privat sektor har ofte forskjellige målsetninger og produksjonsbetingelser, hvor begge deler kan være relevant for krysssubsidieringsproblematikken (Fjell, Hagen og Johansen, 2000). NFL mener det er en reell fare for at de statlige midlene som er tildelt Posten for å dekke ulønnsomme aktiviteter i henhold til konsesjonen, kan medføre krysssubsidiering og konkurransevridning (Norges lastebileier-forbund, 2014).

(Fjell, Hagen og Johansen, 2000) definerer krysssubsidiering som

“Med krysssubsidiering menes at et foretak helt eller delvis overfører kostnadene ved sin virksomhet i forbindelse med et produkt eller et geografisk marked til virksomheten det utøver med hensyn til et annet produkt eller et annet geografisk marked”

Det er vanskelig å bevise at Samferdselsdepartementets oppkjøp av ulønnsomme tjenester fra det geografiske markedet til Posten, også subsidierer tjenestene til Bring i det samme markedet. Dersom dette er tilfellet, overfører Bring kostnader til Posten, og subsidieringen skjuler ineffektivitet i konsernet. Dette vil føre til at inntektene fra Samferdselsdepartementet overstiger de virkelige merkostnadene ved å tilby leveringspliktige tjenester, og verdivurderingen vil i så fall overestimere den virkelige verdien til konsernet.

EUs postdirektiv

Samferdselsdepartementet har utarbeidet et forslag til en ny postlov, hvor EUs tredje postdirektiv innføres. Direktivet innebærer full liberalisering av postmarkedet, og resultatet vil være at monopolet oppheves. Institusjoner og kommuner, spesielt nord i Norge, mener en liberalisering vil føre til at enkelte selskaper tar markedsandeler i storbyene ved å sette ned prisen på porto. Dermed vil spleiselaget falle bort, og regionene hvor postlevering er ulønnsomt vil tape i form av dyrere tjenester. Samferdselsdepartementet har uttalt at hvis EUs tredje postdirektiv trer i kraft, vil de fortsatt kjøpe ulønnsomme tjenester, og tilby leveringspliktig posttjeneste av god kvalitet til hele landet. Motstandere av liberaliseringen

viser til Oslo Economics (2015), som har beregnet at Posten Norge vil trenge mer statlig støtte hvis markedet liberaliseres, enn hvis monopolet opprettholdes.

I høringsnotatet for den nye postloven ber Samferdselsdepartementet om særskilt vurdering av to forslag. Det ene forslaget innebærer bortfall av leveringspliktig postomdeling på lørdager. Kostnadene knyttet til postomdeling på lørdager, beløper seg på 50-120 millioner kroner i året [13]. Det andre forslaget innebærer sikker digital posttjeneste som ivaretar ansvar, sikkerhet og nordmenn sin rettigheter. Denne tjenesten er først og fremst knyttet til at offentlige etater skal kommunisere mer over internett. Dette følger av det omfattende effektiviseringsprogrammet som regjeringen har startet for kommunene i Norge. Kommuner og andre offentlige etater sender i dag brev som tilsvarer 20-30% av Posten sin omsetning knyttet til enerettsområdet.

Kabotasje:

EU har lenge hatt et mål om helt fri konkurranse i transportbransjen, og det vil bety at alle selskaper kan transportere gods hvor de vil innad i EU. Dette ville i så fall påvirke Norge gjennom retningslinjene til EØS-avtalen. EU har imidlertid lagt målet om fri konkurranse på is [57]. Dette betyr at dagens retningslinjer i yrkestransportloven videreføres. I yrkestransportloven er det fastsatt at kabotasje i utgangspunktet ikke er lovlig. Kabotasje er transport mellom steder i et annet land enn der hvor transportøren hører hjemme. En utenlandsk transportør kan bare frakte gods mellom to steder i Norge dersom det er spesielle grunner for det. Transportører fra andre EØS land har likevel adgang til å utføre midlertidig kabotasje innad i Norge.

Som følge av uklare retningslinjer for hva midlertidig kabotasje innebærer, har norske yrkessjåfører påpekt at konkurransesituasjonen har forverret seg, i all hovedsak på grunn av både lovlig og ulovlig kabotasje. I en ny forordning om markedsadgang, er det satt opp klarere retningslinjer for når kabotasje er tillatt. Det kan utføres midlertidig kabotasje dersom det utføres med samme kjøretøy som ble brukt til den internasjonale transporten inn i landet. I tillegg kan det bare utføres tre kabotasjeturer etter den internasjonale transporten inn i landet.

Videre må lossingen etter den siste kabotasjeturen inntreffe maks 7 dager etter at den internasjonale lasten ble levert [58].

4.2 E-handel

I 2014 ble det kjøpt varer for 27,4 mrd. kr. fordelt på 36,8 mill. varekjøp. Dette tilsvarer at norske forbrukere i snitt handler varer på nett 10 ganger i løpet av et år. Av varekjøpene er det de mellom 18-39 år som handler mest. De handler oftest og bruker mest totalt. I 2013 hadde netthandelen en vekst på i overkant av 8%, mens den i 2014 har økt til opp mot 16% (Virke, 2015)

I 2014 økte netthandelen med nesten fem ganger så mye som øvrig detaljhandel. Virke (2015) peker på flere drivkrefter som gjør at veksten forventes å fortsette i 2015. Først og fremst er det en lav prisøkning innen e-handel, samtidig som utvalget er stort, og det blir stadig enklere å handle. I tillegg kommer det stadig nye aktører inn på markedet. I 2014 kom KappAhl og Dressmann inn, og i 2015 forventes både Sport1 og Coop til å åpne nettbutikk. Et siste viktig moment er at de unge forbrukerne vil etterspørre netthandel i større grad enn dagens generasjoner.

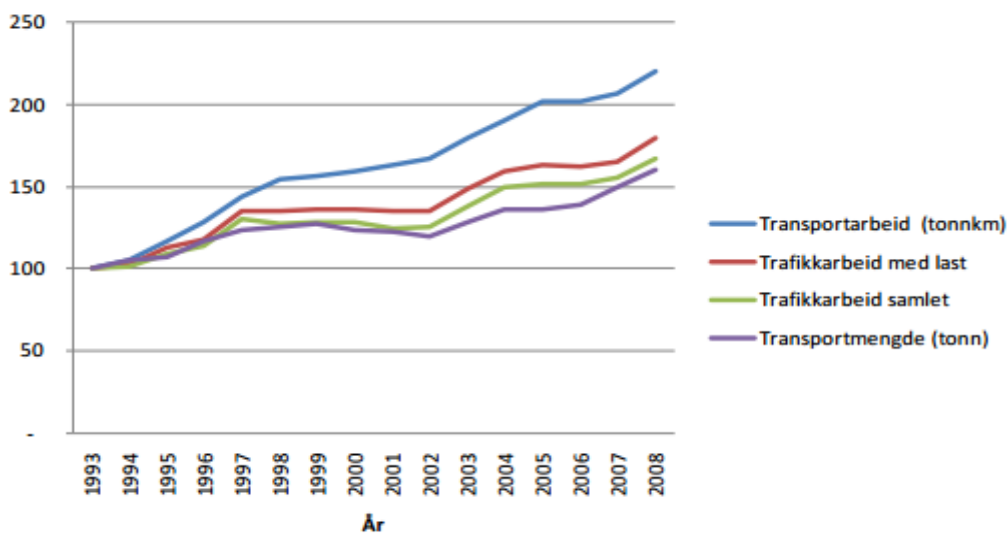
Noe av grunnen til at nordmenn handler så mye på nett skyldes den sterke kjøpekraften. I tillegg har 94% av Norges befolkning tilgang til internett. I følge Ecommerce Europe (2014) har Norge det høyeste e-konsum per innbygger i Nord-Europa, med 2688 euro. Til sammenligning hadde medlemmene i EU28 et e-konsum per innbygger på 1500 euro.

4.2 Konkurransen i logistikkbransjen

Ettersom det i lang tid har vært få etableringsbarrierer i logistikkbransjen, og e-handelen i Norden opplever sterk vekst, er dette faktorer som tilsier at konkurransen skal øke. Veksten i e-handel gir selskapene i bransjen økte marginer og økonomisk profitt, som igjen tiltrekker seg nye selskaper til bransjen. Michael Porter (1979) peker på fem forskjellige elementer som kan påvirke konkurranseintensiteten i en bransje. Disse omfatter graden av etableringsbarrierer, forhandlingsstyrken til både kjøpere og leverandører, trussel fra substitutter, samt rivalisering innad i bransjen. Dersom det er store etableringsbarrierer eller

lite rivalisering i bransjen, er dette noe som isolert fører til større marginer og økonomisk profitt. På samme måte er forhandlingsmakten til kundene og leverandørene viktig. Dersom Posten Norge har forhandlingsmakt over sine leverandører, er dette noe som taler for økonomisk profitt.

I en rapport utarbeidet for nasjonal transportplan kommer det frem at veksten i innenriks transportarbeid er høyere enn veksten i transporterte tonn for lastebil (Hovi, Grønland og Hansen, 2011). Historisk sett har dette vedvart over en lengere periode. Figuren under viser dette forholdet.



Figur 11: Utvikling i transportarbeid, trafikkarbeid og transportmengde: perioden 1993-2008 (Hovi et al., 2011)

Transportarbeid er et mål på hvor mye godstransport som utføres av et transportmiddel, målt i tonn. Grunnen til at transportarbeidet har økt mer enn den transporterte mengden, er at stordriftsfordeler knyttet til produksjon og lagerhold tas ut, og overføres til økt transportdistanse og transportkostnader (Hovi, Grønland og Hansen, 2011).

I tillegg er tjenestetilbudet blitt bredere, i form av tredjepartslogistikk og lagertjenester. Utviklingen er motivert av stordrift, hvor selskapene ønsker å kjøpe til seg markedsandeler gjennom oppkjøp.

Med bakgrunn i dette kan det virke som logistikknæringens etableringsbarrierer er i ferd med å øke. I tillegg har arbeidsgiverne i logistikkbransjen de seneste årene opplevd at konkurransen ved godstransport på vei, er blitt betydelig hardere. Intervjuer med arbeidsgivere og arbeidstakere påpeker at det primært er kabotasje som har skyld i den økende konkurransen [57]. Det stilles imidlertid ikke spørsmål om årsaken til denne økningen i kabotasje.

4.3 Oppsummering strategisk analyse

Det kan virke som logistikkbransjen er i ferd med å bygge opp etableringsbarrierer, der de største selskapene tar hånd om hele verdikjeden gjennom sine egne selskaper. Dette krever store kostnader knyttet til terminalstruktur, IT-utvikling og synergieffekter. En effektiv vareflyt gir selskapene bedre marginer, som igjen konkurrerer ut mindre selskaper. Økte marginer kan også oppnås gjennom samarbeid med statlige institusjoner, dette gjelder infrastruktur, miljøgevinster og andre politiske vedtak. På kort sikt vil svekket kronekurs føre til mindre volum inn til Norge, men samtidig mer volum ut.

I forhold til sine utenlandske konkurrenter vil Posten Norge tjene på den økende netthandelen i Norden. I 2014 hadde dette markedet en vekst på 16%, noe som forventes å vedvare. Flere aktører inn i e-markedet betyr også at detaljhandelen vil øke etterspørselen av Posten Norge sine tjenester knyttet til logistikksystemer og lagerløsninger.

Når det gjelder kabotasje er det klart at lavere kostnader i form av lønninger gir bedre konkurransevilkår for utenlandske selskaper, men det er tvilsomt at kabotasje alene er årsaken til den økende konkurransen. Både nasjonalt og internasjonalt klarer de store selskapene å frakte gods over lengre avstander til en større transportkostnad. Grunnen til dette er at stordriftsfordeler har økt betydelig, og de største selskapene tar marginer gjennom produkt differensiering og spesialisering av produksjonen. Videre resulterer dette i at bransjen er preget av oppkjøp og fusjoner, og dette er en trend. Posten Norge har uttalt at fusjoner og oppkjøp er en av strategiene for å oppnå markedsandeler.

5 Regnskapsanalyse

5.1 Formål ved analysen

I følge (Baksaas og Hansen, 2010:194) er det viktigste formålet til regnskapsanalysen å gi relevant informasjon til interessenter, slik at de kan treffe optimale beslutninger. Ved å analysere tilgjengelig historisk regnskapstall, er det ved hensikt å gi viktig informasjon om selskapets nåværende økonomiske stilling, og for å kunne vurdere denne fremover.

Interessentene er avhengig av selskapets nøkkeltall slik at det kan gjøres interne sammenligninger fra år til år, men også sammenligne nøkkeltallene opp mot andre relevante selskaper, for eksempel konkurrenter (Hoff, Pedersen og Sanne, 2015:177).

Informasjonen som ligger i regnskapet viser hva selskapet har av eiendeler, gjeld og egenkapital. Dette er viktig når selskapet skal ta opp nye lån, og ofte blir regnskapet brukt til kreditorientert analyse. Samtidig krever myndighetene at regnskapet føres etter bestemte lover og regler, slik at regnskapet kan ligge til grunn ved beregning av skatt og avgifter. Eierne av et selskap er mer opptatt av å skape verdier over lengere tid. En verdsettelse vil utnytte regnskapet slik at det på en best mulig måte får frem selskapets verdi, og vil da også kunne brukes til et investororientert perspektiv.

5.2 Fremgangsmåte

For å få riktig og relevant oppbygning av analysen benytter jeg fremgangsmåten til (Baksaas og Hansen, 2010:195). Denne består av fire trinn:

1. Gruppere regnskapstallene
2. Foreta en kritisk gjennomgang av regnskapstallene og korrigere om nødvendig
3. Beregne nøkkeltall
4. Vurdere nøkkeltallene og gjøre konklusjoner

Verken resultatregnskapet eller balansen er hensiktsmessig i seg selv, dersom formålet med analysen er verdsettelse (Gjesdal, 2007:6). Resultatregnskapet kombinerer driftsresultatet med kostanden av finansieringen, mens balansen blander sammen driftsmidler med midler som

ikke er knyttet til drift, og kapitalstruktur (Koller et al., 2010). Dette er uheldig fordi verdidriveren ROIC ikke kan beregnes ved denne regnskapsstrukturen, og regnskapstallene må derfor omgrupperes.

Trinn én omgrupperer resultatregnskapet slik at vi kan beregne NOPLAT, som igjen er en faktor for både ROIC og fri kontantstrøm. Balansen omgrupperes med hensikt i å beregne investert kapital.

Det andre trinnet er en kritisk gjennomgang av regnskapet. I denne sammenhengen er det viktig å være oppmerksom på at informasjonen som anvendes, er utarbeidet i samsvar med gjeldende regnskapslover. Dersom dette ikke er tilfellet, vil det kunne forvrengte periodens regnskapsmessige verdiskapning, og/eller den regnskapsmessige verdien av selskapets ressurser og forpliktelser (Fladstad og Tofteland, 2006:191). I noen tilfeller kan det også oppstå usikkerhet knyttet til regnskapsposter, slik at ledelsen må ta beslutninger vurdert etter skjønn (Baksaas og Hansen, 2010:198). Usikkerhet blir ofte henviset til forsiktighetsprinsippet, som skal sikre at eiendelene ikke blir overvurdert, og at gjeldspostene ikke blir undervurdert.

Trinn tre er en nøkkeltallanalyse som har til formål å vurdere selskapet lønnsomhet og finansielle stilling. Nøkkeltallene kan deles opp i tre:

1. Soliditet
2. Likviditet
3. Lønnsomhet

Nøkkeltallene er mest anvendelig i interne sammenligninger over tid, eller sammenligninger målt opp mot lignende selskaper i samme bransje. Nøkkeltallene vil bli nærmere beskrevet senere, og deretter vurdert med hensyn på trinn fire.

5.3 Forutsetninger

5.3.1 Konsernregnskap

Hensikten ved et konsernregnskap er å gi informasjon som én økonomisk enhet, ved å vise et resultat og en balanse som om at alle selskapene i konsernet var et foretak (Baksaas og Hansen, 2010). Dette innebærer at alle interne fordringer, gjeldsposter og transaksjoner er eliminert. Resultatet er en sum av forskjellige virksomheter, som opererer i forskjellige virksomhetsområder av forskjellig modenhet. Dette kan føre til at de konsoliderte tallene ikke gir noen mening i det de skal sammenlignes internt, og opp mot andre virksomheter (Dahl, 2004:80). Et annet problem er datterselskaper som drives med negativt resultat. I et slikt tilfelle er det urealistisk å anta at konsernet lar datterselskapet bidra med negativ kontantstrøm i “overskuelig fremtid”, uten at det blir likvidert eller solgt til substansverdi. Bruken av de konsoliderte tall vil dermed undervurdere verdien av konsernet (Dahl, 2004:83).

I denne regnskapsanalysen vil jeg konsolidere alle virksomhetene i samme analyse. De to segmentene post og logistikk er svært sammenknyttet, og derfor er det grunn til å tro at analysen blir representativ for Posten Norge. Flere av de sammenlignbare selskapene har også virksomhet innenfor både post og logistikk. Når det gjelder fremtidsprognosen, kan problemet knyttet til vekstforventningen delvis løses ved å skille de to segmentenes inntektsdrivere og kostnadsdrivere. Videre vil ROIC estimeres som en funksjon av segmentenes NOPLAT og konsolidert investert kapital.

5.3.2 Analyseperiode

Lengden på analyseperioden vil gi utslag i verdidrivere. For å få et resultat som på best mulig måte gjenspeiler dagens situasjon, er det hensiktsmessig å analysere en periode med stabil utvikling og stabil markedssituasjon. Konsernet har i mange år både kjøpt og fusjonert selskaper innenfor logistikk, og det er grunn til å tro at dette kan forvrengte vekstbildet. I tillegg ble effektivitetsprogrammet OPEX startet i 2008, ved det formålet å innføre «lean» i hele konsernet før 2012 [3]. Ettersom dette programmet var ferdig før 2012, er det naturlig å tro at konsernets regnskap etter denne perioden vil reflektere eventuelle effektivitet- og

produktivitetsforbedringer. Jeg vil derfor velge en analyseperiode som strekker seg over tre år fra 2012 til 2014.

5.4 Presentasjon av årsregnskapet

Styret og konsernsjefen har ansvar for at årsregnskapet er utarbeidet i samsvar med IFRS, som er EUs retningslinjer for regnskapsføring. I årsrapporten bekrefter styret at opplysningene i regnskapet gir et rettvise bilde av konsernets og morselskapets eiendeler, gjeld, finansielle stilling og resultat som helhet [15]. Revisjonsselskapet Ernst & Young AS fastslår også i revisjonsberetningen, at konsernets redegjørelser om foretaksstyring, samfunnsansvar og fortsatt drift, er konsistent med årsregnskapet og i samsvar med lover og forskrifter.

Resultatregnskapet og balansen er hentet i sin helhet fra Posten Norge sin årsrapport for 2014 [15], og strekker seg fra 1. januar 2012 til 31. desember 2014. Beløpene er i millioner kroner.

Tabell 4: Konsolidert resultatregnskap

Konsolidert resultatregnskap (Mill. kr)	2012	2013	2014
Driftsinntekter	22 925	23 557	24 404
Vare- og tjenestekostnader	8 142	8 212	9 174
Lønn og personalkostnader	9 237	9 631	9 600
Avskrivninger	719	750	790
Nedskrivninger	199	245	282
Andre driftskostnader	3 712	3 840	3 907
Driftskostnader	22 009	22 678	23 753
Andre inntekter og (kostnader)	(364)	(218)	66
Inntekt på investeringer etter egenkapitalmetoden	81	(22)	126
Driftsresultat	634	641	844
Finansinntekter	410	450	354
Finanskostnader	496	472	477
Netto finans(kostnader)	(86)	(22)	(123)
Resultat før skatt	547	619	720
Skattekostnad	150	108	271
Årsresultat	398	512	449
Kontrollerende eierinteressers andel av årsresultatet	397	510	447
Ikke- kontrollerende eierinteressers andel av årsresultatet	1	2	2

Resultatregnskapet viser gode årsresultat i samtlige år. Vi ser også at driftsresultatet har en økning i 2014, hvor resultatandelen fra det tilknyttede selskapet EVERY ASA utgjorde 118 millioner kroner, mot negativt 31 millioner kroner i 2013. I tillegg var det store engangskostnader knyttet til omstilling i 2012, og tapskontrakter i 2013.

Tabell 5: Konsolidert balanse

Konsolidert balanse (Mill. kr)	2012	2013	2014
<u>Eiendeler:</u>			
<i>Immaterielle eiendeler</i>	3 136	2 973	2 720
<i>Utsatt skattefordel</i>	446	477	420
<i>Varige driftsmidler</i>	4 178	4 615	4 914
<i>Investeringer i tilknyttede selskaper</i>	1 551	1 851	369
<i>Rentebærende langsiktige fordringer</i>	2	7	7
<i>Andre finansielle anleggsmidler</i>	25	45	105
Sum anleggsmidler	9 338	9 969	8 536
<i>Varebeholdning</i>	34	28	24
<i>Rentefrie kortsiktige fordringer</i>	3 459	3 657	4 058
<i>Rentebærende kortsiktige fordringer</i>	292	224	175
<i>Likvide midler</i>	2 089	1 791	2 073
Sum omløpsmidler	5 874	5 699	6 330
Eiendeler holdt for salg	15	6	1 512
Sum eiendeler	15 227	15 674	16 337

<u>Egenkapital og gjeld:</u>			
Aksjekapital	3 120	3 120	3 120
Overkurs	992	992	992
Annen egenkapital	1 631	2 004	2 124
Andre reserver	(37)	(33)	(31)
Minoritetsinteresser	(3)	(1)	(1)
Sum egenkapital	5 703	6 081	6 205
Avsetning for forpliktelser	1 426	1 450	1 439
Rentebærende langsiktig gjeld	1 870	1 973	1 904
Rentefri langsiktig gjeld	1	61	63
Langsiktig gjeld	1 871	2 034	1 967
Rentebærende kortsiktig gjeld	1 339	1 232	1 626
Rentefri kortsiktig gjeld	4 524	4 627	4 951
Betalbar skatt	358	249	189
Kortsiktig gjeld	6 221	6 108	6 766
Gjeld holdt for salg	7		
Sum egenkapital og gjeld	15 227	15 674	16 377

Posten Norge besluttet i august 2014 å selge sin eierandel på 40% i EVRY ASA.

Aksjetransaksjonen ble gjennomført 17.03.2015, og investeringen klassifiseres i 2014 til holdt for salg. De immaterielle eiendelene er redusert i perioden, samtidig som varige driftsmidler har økt. Egenkapitalen og den kortsiktige gjelden har økt, mens den langsiktige gjelden er forholdsvis stabil.

5.5 Omgruppering av regnskapet

Gjesdal (2007:5) forklarer at i en verdsettelse er det viktig å skille mellom driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler, samt rentebærende og “rentefri” gjeld. I tillegg må det skilles mellom normale og “unormale” poster. Det siste han nevner er brudd på kongruensprinsippet, som ofte kalles “dirty surplus”.

5.5.1 Driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler

Driftsfremmede eiendeler er ofte relatert til det finansielle, slik som finansielle anleggsmidler og rentebærende fordringer, og derfor vil jeg videre betegne dem som finansielle eiendeler.

Grunnen til at det er viktig å skille ut disse er at de ikke bidrar til selskapets operative profitt.

Typisk verdsettes de ved hjelp av andre metoder enn de driftsrelaterte (Gjesdal, 2007:8).

Eiendelene grupperes dermed inn i fire kategorier:

Tabell 6: Omgrupperte eiendeler

Driftsrelaterte eiendeler		Finansielle eiendeler	
Anleggsmidler:	Omløpsmidler:	Anleggsmidler	Omløpsmidler
Immaterielle eiendeler	Varebeholdning	Rentebærende langsiktige fordringer	Rentebærende kortsiktige fordringer
Varige driftsmidler	Rentefrie kortsiktige fordringer	Andre finansielle anleggsmidler	Utsatt skattefordel
Investeringer i tilknyttede selskaper	Eiendeler holdt for salg	Ikke-konsolidert virksomhet	Likvide midler
	Driftsrelaterte kontanter		Avviklet virksomhet holdt for salg

Immaterielle eiendeler:

De immaterielle eiendelene består av IT-utvikling, varemerke, prosjekter under utvikling og goodwill. Av den balanseførte verdien per 31.12.14, bestod 2 153 mill. kr. av goodwill, og

339 mill. kr. var knyttet til it-utvikling og varemerke. Alle postene er oppkjøpt, og klassifiseres som driftsrelatert.

Investeringer i tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet:

Konsernet eier aksjeposter i flere tilknyttede selskaper. Den største aksjeposten er i Danske Fragtmænd AS, som hadde balanseført verdi per 31.12.14 på 332 mill. kroner. Alle investeringene er en del av konsernets fremtidsplaner, og har betydning for operativ profitt. Derfor klassifiseres de som driftsrelaterte anleggsmidler (Penman, 2010:294). Eventuelle inntekter medtas i resultatet.

Avviklet virksomhet og eiendeler holdt for salg:

I 2014 ble aksjeposten på 40% i det tilknyttede selskapet EVERY solgt, og foretaksdelen er klassifisert som eiendel holdt for salg i balansen. Selskapet omtaler seg selv som en av Norden største IT selskaper [19], og balanseført verdi per 31.12.14 var på 1 512 mill. kroner [15]. Damodaran (2002:42) påpeker at tap eller gevinster knyttet til avviklet virksomhet, skal trekkes ut av resultatet, så lenge det kan separeres fra driften. IFRS 5 definerer avviklet virksomhet som en

“foretaksdel som enten er avhendet eller er klassifisert som holdt for salg, og representerer en separat og vesentlig virksomhet eller et separat og vesentlig geografisk driftsområde”.

EVERY kan separeres fra driften til konsernet, og jeg velger derfor å behandle investeringen i EVERY som et finansielt anleggsmiddel.

Rentefrie kortsiktige fordringer:

Fordringene består i all hovedsak av kundefordringer, forskuddsbetalte kostnader og øvrige fordringer. Kundefordringene har et avsatt tap på 56, 47 og 40 millioner kr, for henholdsvis 2012, 2013 og 2014. Postene er direkte knyttet til driftsrelaterte omløpsmidler, og klassifiseres deretter. Den balanseførte verdien er tilnærmet lik virkelig verdi på grunn av kort forfallstid [15].

Rentebærende kortsiktige- og langsiktige fordringer:

1. års forfall/innbetalinger på de rentebærende langsiktige fordringene er reklassifisert til

rentebærende kortsiktige fordringer. Hovedandelen består av forskuddsbetalinger til innskuddsfond og premiefond i DNB Liv. Dette er markedsbaserte omløpsmidler og klassifiseres som finansiell.

Utsatt skattefordel:

De utsatte skattefordelene er primært knyttet til pensjon og underskudd til fremføring. Fordelene oppstår fordi selskapet og myndighetene praktiserer forskjellige regnskapsregler knyttet til skatt. Utsatte skattefordeler av likvide midler klassifiseres ikke som driftsrelatert (Koller, 2010:148). Konsernet opplyser om at underskudd til fremføring ikke balanseføres [15]. De utsatte skattefordelene klassifiseres som finansiell.

Likvide midler og driftsrelaterte kontanter:

Likvide midler er kontanter og kontantekvivalenter. Posten Norge har en avtale med DNB som innebærer at det til enhver tid er tilstrekkelig med midler til å betjene bankens kunder. Dette er kontanter som Penman (2010:292) klassifiserer som driftsrelatert, hvis det er mulig å skille de fra andre kontantekvivalenter. I årsrapporten til Posten Norge opplyses det om at kassebeholdningen utgjør 95% av historiske netto utbetalinger. Dette tilsvarer 236 millioner kroner i 2012, 152 millioner kroner i 2013 og 103 millioner kroner i 2014. Godtgjørelse for disse tjenestene inngår i driftsinntektene, mens rentekompensasjon fra kassaholdet føres som finansinntekter [15]. Følgelig klassifiseres de driftsrelaterte kontantene til driftsrelaterte omløpsmidler.

Forøvrig har Posten Norge etablert en bankgaranti hos Nordea, som sikrer forskuddstrekk hos de ansatte på totalt 550 millioner kroner. Dette er rentebærende kortsiktige plasseringer som klassifiseres til finansielle omløpsmidler.

5.5.2 Rentebærende og “rentefri” gjeld

Gjesdal (2007:10) skiller mellom “rentefri” eller driftsrelatert gjeld på den ene siden, og “rentebærende” eller finansiell gjeld på den andre. Den driftsrelaterte gjelden kjennetegnes ved at den ikke har en eksplisitt rentekostnad som rapporteres til finanskostnader. Renten betales istedenfor indirekte gjennom prisen på varer og tjenester. Den finansielle gjelden gir et uttrykk for hvordan konsernet finansieres, og renten til denne gjelden føres opp som en

finanskostnad. Det er underliggende at dersom en eiendel eller gjeld klassifiseres som driftsrelatert, må også den tilknyttede inntekt eller kostnad klassifiseres som driftsinntekt eller driftskostnad. Det samme gjelder for finansielle eiendeler og gjeld, slik at det er en konsistent relasjon mellom balanse og resultat. Jeg velger å gruppere gjelden i balansen slik:

Tabell 7: Omgruppert gjeld

Driftsrelatert gjeld		Finansiell gjeld	
Langsiktig	Kortsiktig	Langsiktig	Kortsiktig
Rentefri langsiktig gjeld	Lønnsavsetninger og offentlige avgifter Leverandørgjeld Annen rentefri kortsiktig gjeld	Rentebærende langsiktig gjeld Pensjonsforpliktelser Avsetninger til forpliktelser	Rentebærende kortsiktig gjeld Betalbar skatt Restrukturering og ventelønn kortsiktig Gjeld holdt for salg

Avsetninger for forpliktelser:

Denne posten består av avsetning til restrukturering, ventelønn, pensjon og andre avsetninger.

Avsetning til restrukturering fordeler seg hovedsakelig på personalmessige tiltak og husleie av tomme lokaler. Konsernet omtaler restrukturingskostnadene som “et planlagt program som i vesentlig grad endrer omfanget av virksomheten eller måten virksomheten drives på, samt sluttvederlag i forbindelse med omorganisering” [16]. Kostnader knyttet til restrukturering er ofte unormal, men kan også være repeterende (Penman, 2010:399). Konsernet opplyser om at kostnadene er repeterende, men spesifiserer ikke konkret hva de ønsker å oppnå med de personalmessige tiltakene. Posten Norge og Postkom har inngått en avtale om at dersom selskapet gjennomfører fisjon/fusjon eller andre salgsprosesser, skal de drøfte iverksettelse av personalmessige tiltak [17]. Dette innebærer at Posten Norge skaffer nytt arbeid til ansatte som blir overflødig i driften, og dermed klassifiseres det ikke som driftsrelatert. De personalmessige tiltakene kan imidlertid også ha sammenheng med at Posten Norge har redusert sykefraværet med 30% på ni år [18], og dette vil i så fall være relatert til driften. Redusert sykefravær kan også ha sammenheng med andre faktorer, så jeg velger å vektlegge at de personalmessige tiltakene retter seg hovedsakelig mot overflødig arbeid. Husleie av

tomme lokaler er ikke driftsrelatert, og dermed behandler jeg restrukturering og omstilling som en finansiell post.

Ventelønn utbetales til ansatte i staten som er blitt oppsagt, og påventer nytt arbeid. Dette er forpliktelser som ikke er relatert til drift, og vil behandles som en finansiell gjeld.

Pensjonsforpliktelsen er i realiteten en finansiell gjeld, fordi de ansatte aksepterer utsatt lønn frem til pensjonering (Gjesdal, 2010:10). Konsernet akkumulerer pensjonsmidlene og pensjonsforpliktelsene sammen som en pensjonsforpliktelse. Pensjonsmidlene forvaltes finansielt av DNB [15], men hvis pensjonsmidlene behandles som finansiell i verdsettingen, blir det ikke samsvar mellom resultatet og balansen. Dette er fordi avkastningen på pensjonsmidlene kommer til fradrag fra pensjonskostnaden, og disse er en del av lønnskostnaden. Gjesdal (2010:10) mener det mest hensiktsmessige er å behandle pensjonsmidlene som finansiell, og samtidig omgruppere avkastningen på midlene fra drift til finanspost i resultatregnskapet. Dette samsvarer med Koller (2010:587), som mener riktig fremgangsmåte er å klassifisere pensjonsforpliktelser som en gjeldsekvivalent, og samtidig erstatte pensjonskostnadene i resultatregnskapet med nåverdien av periodens opptjening.

Andre avsetninger er knyttet til tapskontrakter som gjelder markedsregulering av husleiekontrakter. I og med at disse tapene er markedsregulert, karakteriseres de som finansiell gjeld.

Annen rentefri kortsiktig gjeld:

Dette er avsetning til påløpte kostnader, forskuddsbetalte inntekter, øvrig gjeld og kortsiktig gjeld til restrukturering og ventelønn. Den kortsiktige gjelden til restrukturering og ventelønn er som tidligere nevnt finansiell. Det resterende klassifiseres som driftsrelatert.

5.5.3 Skille mellom normale og “unormale” poster

I en verdsettelse er det viktig å skille de varige resultatelementer fra dem som er midlertidige. Da vil resultatregnskapet gjenspeile en normal inntjening som er velegnet til å predikere videre utvikling (Gjesdal, 2010:15). Penman (2010:394) betegner de normale inntjeningene som kjerneinntekter som kan vokse i fremtiden. De “unormale” postene er engangseffekter

som ikke viser noen form for trend. Damodaran (2002:42) klassifiserer engangseffektene i fire kategorier:

1. Uvanlige eller sjeldne elementer, slik som gevinst eller tap ved salg av en eiendel, nedskrivninger og restruktureringskostnader.
2. Ekstraordinære elementer. Dette er hendelser som er unaturlige, som for eksempel skader knyttet til dårlig vær. Det kan også være gevinst eller tap knyttet til omsettelige verdipapirer.
3. Tap eller gevinst knyttet til avviklet virksomhet.
4. Tap eller gevinst knyttet til regnskapsendringer. Det kan være endringer som konsernet har gjort frivillig, eller endringer som følge av nye regnskapsstandarder.

Resultatandelen fra det tilknyttede selskapet EVERY inngår i resultatregnskapet. Som tidligere nevnt er aksjeposten i dette selskapet solgt, og selskapet klassifiserer ikke lenger som viktig for fremtidig drift. Jeg justerer resultatandelen slik at den ikke inngår i NOPLAT. Videre har jeg registrert følgende “unormale” poster

- Nedskrivninger, primært knyttet til goodwill
- Omstillingskostnader knyttet til restrukturering og ventelønn
- (Gevinst) ved salg av anleggsmidler
- Tap ved salg av anleggsmidler mv
- Andre (inntekter)/kostnader som gjelder markedsregulering av husleiekontrakter
- Pensjonskostnader må justeres for nåverdien av periodens opptjening

5.5.4 Brudd på kongruensprinsippet

Kongruensprinsippet innebærer at egenkapitalen bare skal endres via egenkapitaltransaksjoner og opptjent overskudd. Endringer i balanseposter som ikke skyldes transaksjoner med eierne, skal ha sin motpost i resultatet (Gjesdal, 2010:14). Brudd på kongruensprinsippet betyr at inntekter føres på egenkapitalen, og kalles for “dirty surplus”.

Dirty surplus er ofte urealiserte gevinster og tap knyttet til sikringsinstrumenter, utenlandsk valuta og enkelte derivater knyttet til hedging (Penman, 2010:265). Gjesdal (2010:14) nevner at, ifølge IFRS og US GAAP, kan tap og gevinster knyttet til dirty surplus “parkeres” midlertidig i egenkapitalen, for så å bli overført til resultatet i en senere periode. Dette skal redusere svingningene i resultatet. Problemet er at brudd på kongruensprinsippet fører til feil rentabilitet, spesielt når det gjelder dirty surplus som ikke er “parkert” midlertidig (Gjesdal, 2010:262).

Posten Norge sin “dirty surplus” er oppført i totalresultatet, separert fra resultatregnskapet, og er ført inn som et utvidet resultat. Det utvidete resultatet inneholder blant annet øvrige justeringer fra den avviklede virksomheten EVRY, og estimatavvik knyttet til pensjonsordningen. Disse er allerede klassifisert som unormale, og det er ikke grunnlag for videre oppfølging.

De resterende postene er omregningsdifferanser og kontantstrømsikring. Dette er midlertidige forskjeller som senere vil bli reklassifisert til resultatet. Beløpene er ikke spesielt store, og vil ikke endre resultatet i særlig grad. Over tid forventes beløpene å gå i null, og derfor velger jeg å utelate korrigerer for “dirty surplus”.

5.6 Endelig omgruppering av regnskapet

5.6.1 Omgruppering av balansen

Ved omgrupperingen av balansen bruker jeg Koller (2010:141) sin fremgangsmåte. Balansen omgrupperes med hensikt å beregne investert kapital, som representerer den totale investorkapitalen som kreves til å finansiere driften, uten å ta hensyn til hvordan kapitalen er anskaffet. Investert kapital beregnes ved å trekke den driftsrelaterte gjelden fra de driftsrelaterte eiendelene. Detaljert omgruppert balanse finnes i vedlegg 1.

Tabell 8: Omgruppert balanse

Omgruppert balanse (Mill. kr)	2012	2013	2014
<u>Driftsrelaterte eiendeler:</u>			
<i>Driftsrelaterte omløpsmidler</i>	3 744	3 843	4 185
<i>Driftsrelatert kortsiktig gjeld</i>	4 371	4 517	4 866
Driftsrelatert arbeidskapital	(627)	(674)	(681)
<i>Driftsrelaterte anleggsmidler</i>	7 345	7 945	8 003
<i>Driftsrelatert langsiktig gjeld</i>	1	61	63
Netto anleggsmidler	7 344	7 884	7 940
Investert kapital	6 717	7 210	7 259
<i>Finansielle anleggsmidler</i>	1 547	1 546	112
<i>Finansielle omløpsmidler</i>	2 598	2 411	4 102
Finansielle eiendeler	4 145	3 957	,214
Totalt investert kapital	10 862	11 167	1 ,473
Egenkapital	5 703	6 081	6 205
<i>Langsiktig finansiell gjeld</i>	3 455	3 605	3 453
<i>Kortsiktig finansiell gjeld</i>	1 704	1 481	1 815
Finansiell gjeld	5 159	5 086	5 268
Total investert kapital	10 862	11 167	11 473

5.6.2 Omorganisering av resultatregnskapet

Omorganiseringen av resultatregnskapet vil resultere i netto operativ profitt justert for skatt, eller NOPLAT. NOPLAT representerer inntektene som genereres av investert kapital, og som er tilgjengelig for alle finansielle investorer. Omorganiseringen er justert for de unormale postene, slik at tallene har sine motposter i den omgrupperte balansen.

Ved beregning av NOPLAT bruker Koller (2010:150) EBITA i stedet for EBIT. Forskjellen er at EBITA ikke trekker fra amortisering av immaterielle eiendel. Ved bruk av EBIT vil kostnaden ved å amortisere de immaterielle eiendelene påløpe to ganger, først gjennom amortisering, så gjennom kostnadsføring av reinvesteringer i immaterielle eiendeler (Koller, 2010:150). Merkevarer er en typisk post som ikke burde amortiseres. Resultatregnskapet skiller ikke mellom avskrivninger og amortisering, og det er derfor vanskelig å beregne hvor mye merkevarer amortiseres for hvert år. Med bakgrunn i dette gjør jeg ingen justeringer, men konstaterer at det er en fare for at kostnaden til merkevarer påløper to ganger.

For å beregne den driftsrelaterte skatten, er skattekostnaden i regnskapet justert for skattefradraget som oppstår av det finansielle resultatet, dette finnes i vedlegg 2. I tillegg er virkningen av endring i skattesatser, og effekten av skattesatser i andre land, lagt til. Dette vises tabellen under.

Tabell 9: Driftsrelatert skattesats

År	2012	2013	2014
Justert EBITA	1 442	1 436	1 283
27% skatt			346
28% skatt	404	402	
Skatt på finansresultat	16	(3)	23
Effekt av skattesatser i andre land	(7)	11	12
Virkning av endring i skattesats		(4)	2
Driftsrelatert skatt	413	406	383
Skattesats	0,286	0,283	0,299
NOPLAT	1 029	1 030	900

Jeg velger å la den driftsrelaterte skattesatsen for 2014 være litt mer representativ enn de foregående årene. Jeg beregner den driftsrelaterte skattesatsen som et aritmetisk gjennomsnitt av de tre årene, pluss en økning på 0,5%. Dette blir $28,9\% + 0,5\% = 29,4\%$.

Tabell 10: Omgruppert resultatregnskap

Reorganisert regnskap (Mill. kr)	2012	2013	2014
Driftsinntekter	22 925	23 557	24 404
<i>Driftskostnader:</i>			
Vare- og tjenestekostander	8 142	8 212	9 174
Lønnskostnader	9 237	9 631	9 600
- Pensjonskostnader	(464)	(476)	(513)
+ Nåverdi av årets opptjening	140	145	171
Justerte lønnskostnader	8 913	9 300	9 258
Andre driftskostnader	3 712	3 840	3 907
Inntekt på investeringer etter egenkapitalmetoden	81	(22)	126
- Resultat fra EVRY	(78)	3	(118)
Justert inntekt på investeringer	3	(19)	8
Justert EBITDA	2 161	2 186	2 073
-Avskrivninger	719	750	790
Justert EBITA	1 442	1 436	1 283
Driftsrelatert skatt	413	406	383
NOPLAT	1 029	1 030	900

5.7 Nøkkeltallanalyse

Både investorer og ledelsen er interessert i å drive med lønnsomhet og vekst, og dette står sentralt i en nøkkeltallanalyse. Med tanke på at dagens markedsrenter er historisk lav, og at Norges sentralbanksjef mener den nye normalen for styringsrenten er under 4% [41], er det også interessant å se på nøkkeltall knyttet til risiko, som egenkapitalandel og gjeldsgrad. I omgrupperingen av balansen kom det frem at Posten Norge har en negativ driftsrelatert arbeidskapital, med negativ utvikling de tre siste årene. Derfor er det også interessant å

sammenligne likviditeten opp mot sammenlignbare selskaper, for å se om dette er typisk for bransjen. Nøkkeltallanalysen vil inneholde de tre hovedgruppene som er nevnt i starten av kapitlet.

For å kunne sette nøkkeltallene i perspektiv, er det sentralt å måle de opp mot generelle krav eller andre sammenlignbare selskaper. I analyseperioden har Posten Norge monopol på leveringspliktige posttjenester, og lite konkurranse på disse områdene. Den største konkurransen kommer ifra utenlandske logistikselskaper, og disse vil gi det beste grunnlaget for å sammenligne nøkkeltallene.

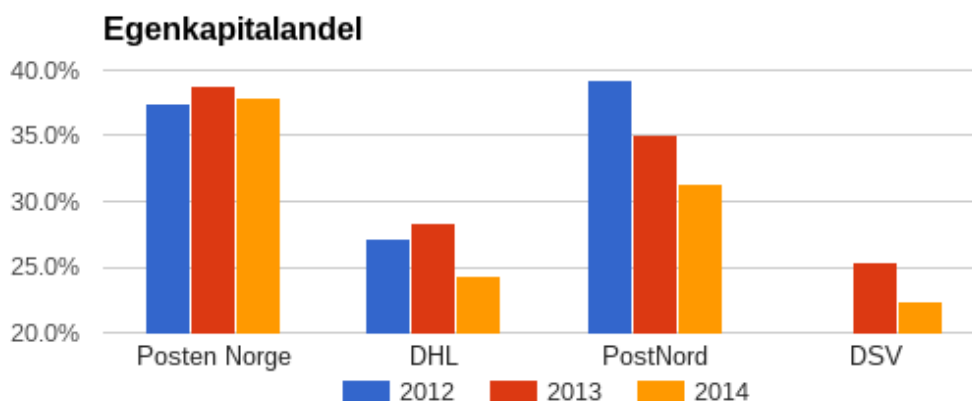
5.7.1 Soliditet

Soliditeten måler ulike gjeldsgrader, egenkapitalandel og rentedeckningsgrader, og dermed selskapets evne til å tåle tap.

Egenkapitalandelen gir et uttrykk for hvor stor andel av selskapets eiendeler som er finansiert med egenkapital, og dette er viktig fordi perioder med underskudd vil tære på egenkapitalen.

Egenkapitalandelen defineres som:

- $\text{Egenkapitalandel} = \text{Egenkapital} / \text{Totalkapital}$



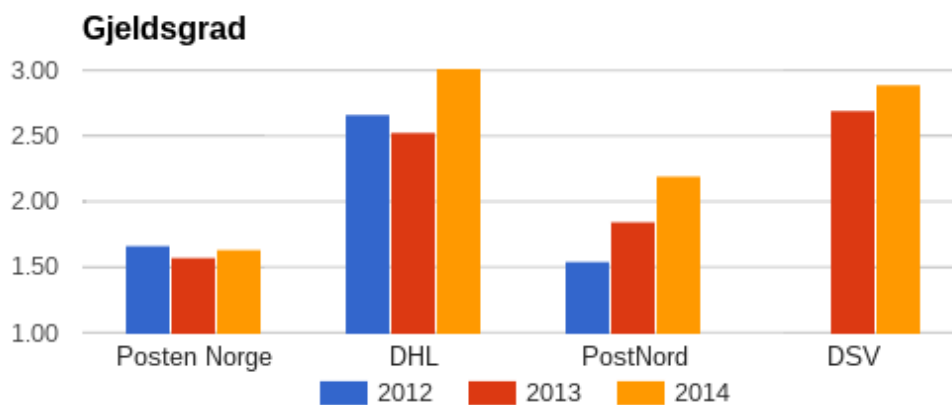
Figur 12: Egenkapitalandel

Som figuren viser har Posten Norge rundt 38% egenkapitalandel i 2014, som er betydelig mer enn konkurrentene. Egenkapitalandelen er også litt høyere enn det Kristoffersen (2005:245)

anbefaler, som er en egenkapitalandel mellom 30% og 35%. Den høye egenkapitalandelen kan best forklares gjennom norsk politikk, da mange av statens selskaper har høy egenkapitalandel [20]. En høy egenkapitalandel gir økt kredittverdighet, men øker også risikoen for ineffektiv drift, fordi kreditorenes rentekrav ofte er lavere enn eiernes avkastningskrav. I tillegg er rentenivået i Europa nå på et historisk lavt nivå, og derfor kan anbefalingen fra Kristoffersen (2005) nedjusteres noe.

Gjeldsgradene uttrykker forholdet mellom ulike former for forpliktelse og selskapets balanseførte egenkapital. Betalingsforpliktelser knyttet til renter og avdrag, reduseres ved lavere gjeldsgrad. Dette betyr at bedriften har mindre krav til kontantinntjening og dermed mindre risiko for å bli slått konkurs (Kristoffersen, 2005:424). Gjeldsgraden defineres som:

- $Gjeldsgrad = \text{Gjeld} / \text{Egenkapital}$



Figur 13: Gjeldsgrad

Posten Norge sin gjeldsgrad ligger mellom 1,58 og 1,67 i perioden, som betyr at de skylder litt over 1.5 kroner for hver krone egenkapital. Den lave gjeldsgraden viser at konsernet er solid, og ikke har problemer med sine forpliktelser. Figuren viser at konkurrentene har en høyere gjeldsgrad, noe som innebærer større finansiell gearing.

Nøkkeltallene viser at Posten Norge har solid kapitalstruktur, og ingen problemer med å betjene sine forpliktelser. Selskapet er godt rustet for fremtiden, og vil tåle en nedgangskonjunktur.

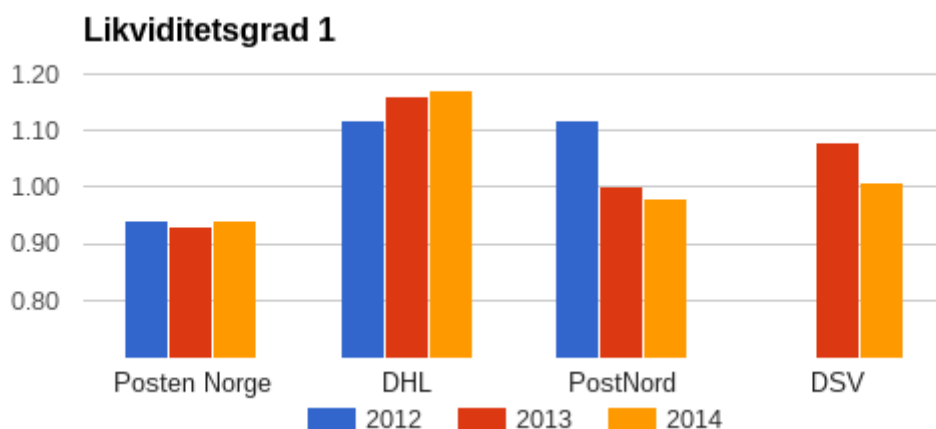
5.7.2 Likviditetsanalyse

I en likviditetsanalyse er det betalingsevnen til selskapet som står i fokus. Betalingsevnen er et mål på hvor godt selskapet klarer å imøtekomme forpliktelsene sine, og forholdet mellom omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden er derfor sentralt. Selskapet sin evne til å betale sine forpliktelser deles opp i to likviditetsgrader (Fladstad og Tofteland, 2006:225).

- Likviditetsgrad 1: Omløpsmidler / Kortsiktig gjeld
- Likviditetsgrad 2: Mest likvide omløpsmidler / Kortsiktig gjeld

Det settes ulike krav til likviditetsgradene. Ifølge Baksaas og Hansen (2010:217) er det tradisjonelle kravet til likviditetsgrad 1 at den er over 2, mens likviditetsgrad 2 er over 1. Dette betyr at omløpsmidlene burde være dobbelt så stor som den kortsiktige gjelden, mens de mest likvide omløpsmidlene burde være minst like stor som den kortsiktige gjelden.

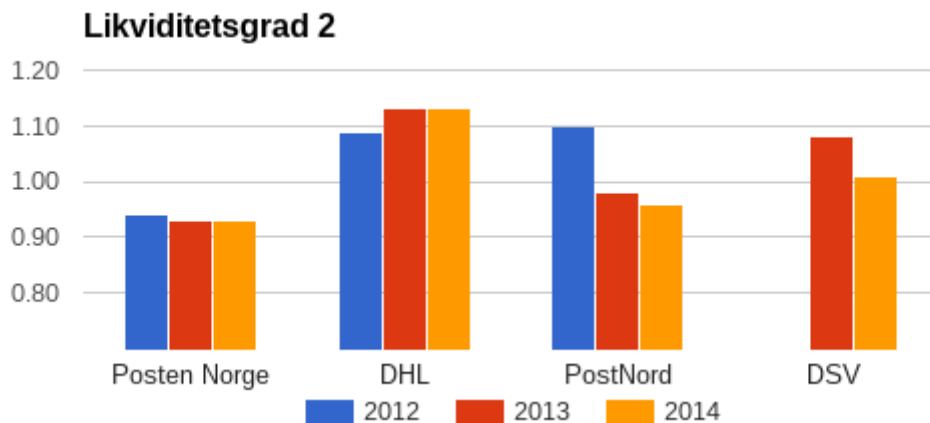
Det er viktig å bemerke at balansen viser situasjonen på et bestemt tidspunkt, og ikke tar hensyn til forfallstidspunkter eller selskapets muligheter for å ta opp nye kreditter. I notene til årsregnskapet opplyses det om at balanseført verdi av rentefrie kortsiktige fordringer var tilnærmet lik virkelig verdi, på grunn av kort forfallstid [15].



Figur 14: Likviditetsgrad 1

Figuren viser at Posten Norge har nesten lik likviditetsgrad 1 som PostNord og DSV, mens DHL har noe høyere. Alle selskapene underpresterer i forhold til det generelle kravet, noe

som kan indikere at høy likviditetsgrad ikke er nødvendig i logistikk- og postbransjen. I notene opplyses det også om at konsernet har retningslinjer for å påse at salg kun foretas til kunder som ikke har hatt vesentlige problemer med betaling tidligere, og at utestående beløp ikke overstiger fastsatte kredittrammer. Det er heller ingen indikasjoner på at kundefordringer som ikke er forfalt eller allerede avsatt for ved balansedagen, ikke skal kunne inndrives [15].



Figur 15: Likviditetsgrad 2

Ved å sammenligne likviditetsgrad 2 med likviditetsgrad 1, er det tydelig at varelagrene ikke utgjør en stor del av omløpsmidlene i logistikk- og postbransjen. Dette vises fordi likviditetsgradene er tilnærmet lik. Dette kan tyde på at likviditetsgrad 2 sier mer om likviditeten til selskapene i bransjen, enn det likviditetsgrad 1 gjør.

Posten Norge underpresterer noe på likviditeten, i forhold til generelle standarder og konkurrentene i bransjen. Likviditetsmessig vil det være en fordel å øke den langsiktige gjelden og/eller redusere den kortsiktige gjelden. En bedre finansieringsstruktur vil også forbedre den driftsrelaterte arbeidskapitalen som er negativ i alle periodene.

Tabell 11: Driftsrelatert arbeidskapital

Driftsrelaterte eiendeler (Mill. Kr)			2012	2013	2014
Driftsrelaterte omløpsmidler			3 744	3 843	4 185
Driftsrelatert kortsiktig gjeld			4 371	4 517	4 866
Driftsrelatert arbeidskapital			-627	-674	-681

Tabellen viser en positiv utvikling i driftsrelaterte omløpsmidler, som kommer av økte kundefordringer og øvrige fordringer. Økning i den driftsrelaterte gjelden skyldes økt leverandørgjeld og avsetning påløpte kostnader vedrørende store IT prosjekter. IT kostnadene faktureres etter milepæler [15].

Den driftsrelaterte arbeidskapitalen har en negativ utvikling, men det er vanskelig å konkludere om likviditeten er god eller dårlig uten å ta hensyn til lønnsomheten.

5.7.3 Lønnsomhetsanalyse

Lønnsomhet kjennetegnes ved at inntektene er større en kostnadene. En lønnsomhetsanalyse sier noe om selskapets evne til å skape overskudd, som igjen er viktig for at selskapet skal kunne overleve på lengere sikt.

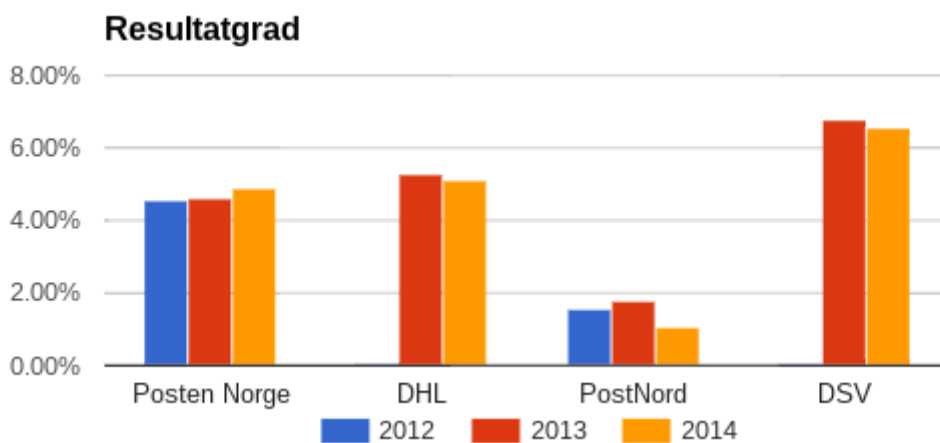
Det sentrale i en lønnsomhetsanalyse er å måle avkastningen på investeringene. Den er avhengig av to faktorer: resultatgrad og totalkapitalens omløpshastighet (Baksaas og Hansen, 2010:242). Avkastningen på investeringene måles først og fremst gjennom totalkapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten. Koller (2010:166) anbefaler å utvide lønnsomhetsanalysen, ved å bruke avkastning på den investerte kapitalen som er nødvendig for driften.

For å måle total kapitalrentabiliteten må vi beregne resultatgrad og kapitalens omløpshastighet. Total kapitalrentabiliteten defineres som:

*Total kapitalrentabiliteten = Resultatgrad * Total kapitalens omløpshastighet*

$$= \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}) * 100\%}{\text{Driftsinntekter}} * \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

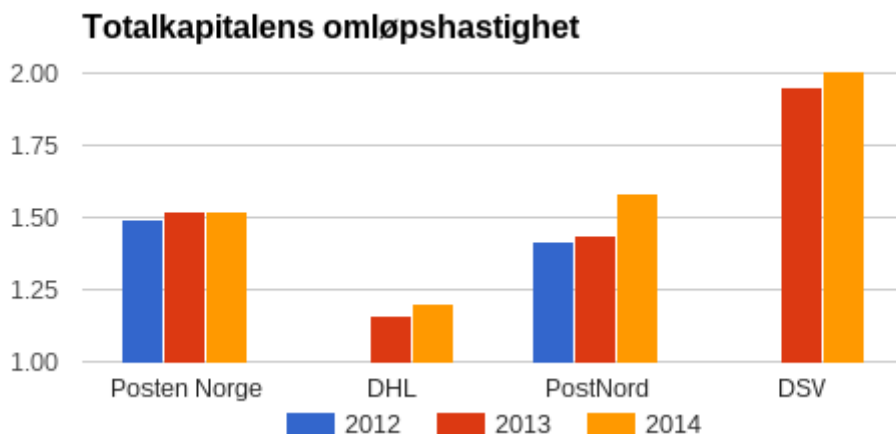
Ligningen viser at resultatgraden er avhengig av forholdet mellom nettoresultatet og driftsinntektene, mens total kapitalens omløpshastighet er avhengig av forholdet mellom driftsinntektene og total kapitalen. Resultatgraden viser hvor mye selskapet tjener på hver krone som blir omsatt.



Figur 16: Resultatgrad

I 2014 har Posten Norge en resultatgrad på 4,9%, som er en økning fra de foregående årene. Sammenlignet med PostNord tjener Posten Norge dobbelt så mye på hver omsatte krone. DSV har best resultatgrad med 6,56%. Det er relativt stor variasjon fra best til dårligst, og derfor er det vanskelig å si noe om normalen i bransjen.

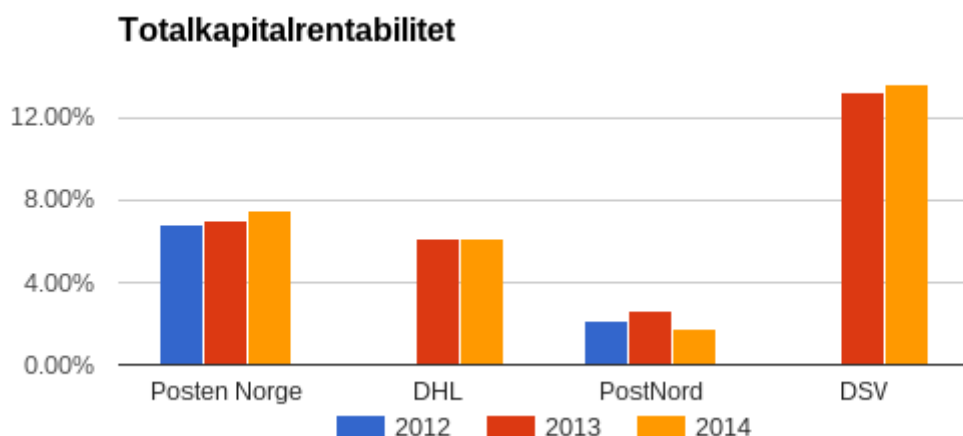
For å ende opp med total kapitalrentabilitet, må også total kapitalens omløpshastighet beregnes. En høy verdi på total kapitalens omløpshastighet betyr at selskapet utnytter kapitalen effektivt.



Figur 17: Total kapitalens omløpshastighet

Figuren viser at kapitalen til Posten Norge har en omløpshastighet på 1,5, og dette er omtrent det samme som for det svenske selskapet PostNord. DSV har en bedre hastighet på rundt 2. Grunnen til dette er sannsynligvis at DSV er et rent transport og logistikk selskap, mens Posten Norge og PostNord har en del anleggsmidler knyttet opp til sortering og levering av post. Total kapitalens omløpshastighet kan forbedres ved å øke inntektene eller redusere kapitalen som er bundet til selskapet.

Det mest interessante er å legge samme total kapitalens omløpshastighet med resultatgraden. Dette resulterer i total kapitalrentabiliteten, som viser avkastningen på total kapitalen, og er et uttrykk på hvor godt selskapet bruker ressursene, uavhengig av finansieringen.

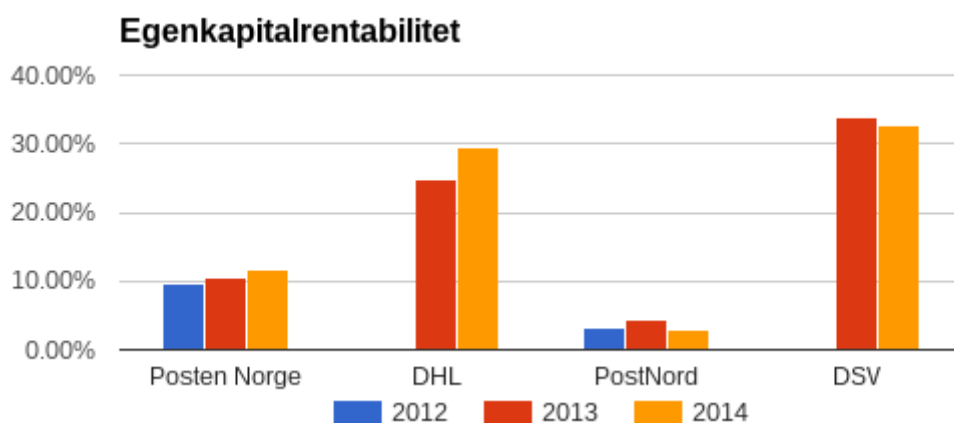


Figur 18: Totalkapitalrentabilitet

Figuren viser en positiv utvikling i totalkapitalrentabiliteten til Posten Norge, som økte fra 6,78% til 7,45% i perioden. Dette er bedre enn DHL og PostNord, som hadde henholdsvis 6,14% og 1,71% i 2014.

Det siste nøkkeltallet for mål på lønnsomhet er egenkapitalrentabilitet. Den viser avkastningen på eierens investeringer i selskapet. Formelen er definert som:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

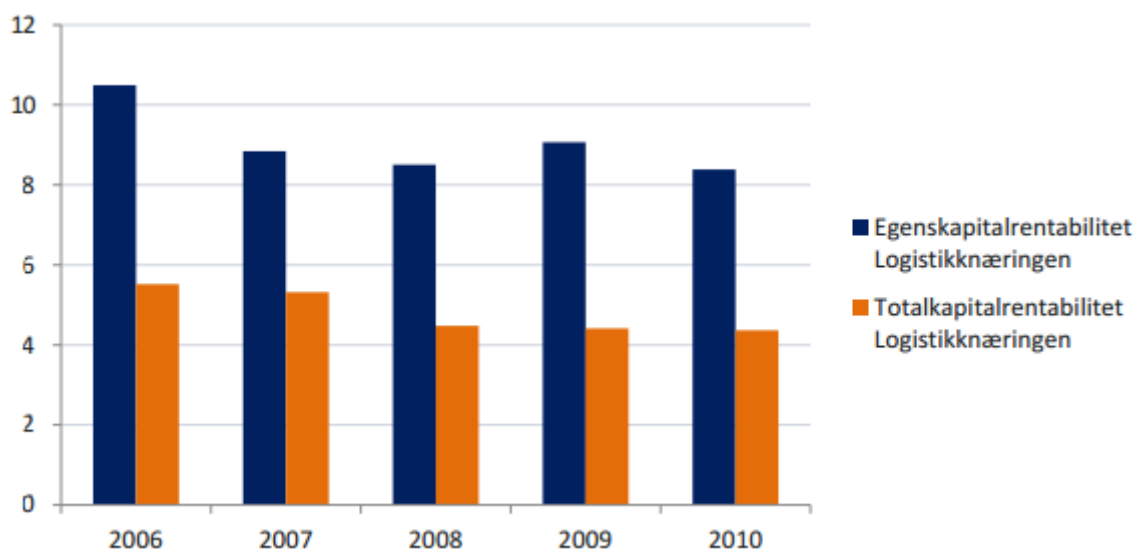


Figur 19: Egenkapitalrentabilitet

Vi ser av figur 19 at Posten Norge har hatt en relativt stabil, men økende egenkapitalrentabilitet i perioden. I 2014 var den på 11,72%, noe som er betraktelig lavere enn for de to selskapene DHL og DSV, som hadde ca. 30%. PostNord kommer dårligst ut med egenkapitalrentabilitet på ca. 3%. PostNord forklarer sitt dårlige resultat med store restruktureringskostnader [21]. Dette belyser også hvorfor PostNord hadde så dårlig resultatgrad.

Posten Norge har også store avsetninger knyttet til restrukturering og ventelønn. Konsernet kostnadsfører avsetninger til restrukturering når programmet er besluttet, og reduserer avsetninger senere, når den faktiske restruktureringskostnaden påløper. Til eksempel var det i 2007 avsatt 282 mill. kroner til restrukturering. I 2009 var det avsatt 393 mill. kroner, samtidig som konsernet reverserte 167 mill. kroner i avsetning fra tidligere år. I 2012 avsatte konsernet nye 355 mill. kroner. De resterende årene er avsetning til restrukturering på gjennomsnittlig 20 mill. kroner. Her må en bemerke seg at dersom kostnadene er overvurdert, må selskapet øke inntektene som en korreksjon når de faktiske restruktureringskostnadene påløper. Dette kalles å “blø tilbake” inntekt, som skaper økt lønnsomhet (Penman, 2010:400). Årsrapporten [15] viser at reverserte avsetninger alltid utfylles av nye avsetninger som er av større beløp, og jeg vil fastslå at lønnsomheten ikke påvirkes, eller vil bli påvirket av “blø tilbake” effekten.

Totalkapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten viser at Posten Norge har en relativt lønnsom avkastning på kapitalen, sammenlignet med konkurrentene. Sammenlignet med den norske logistikknæringen forøvrig, er totalkapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten høyere enn nivåene som næringen hadde fra 2006 til 2010. Dette viser figur 20, som er hentet fra (Ulstein, Iversen og Grünfeld, 2012:18).



Figur 20: Logistikknæringens egenkapitalrentabilitet og total kapitalrentabilitet (Menon business economics)

Den norske logistikknæringen hadde en nedgående trend i total kapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten fra 2006 til 2010. I 2010 var den på henholdsvis 4,2% og 8,2%. Posten Norge har 3% høyere total kapitalrentabilitet enn resten av logistikknæringen i Norge. Grunnen til dette ligger sannsynligvis på inntektssiden til Posten Norge. Med tanke på Posten Norge sin høye markedsandel for pakkesendinger, vil økte volumer innenfor dette segmentet gjøre Posten Norge mer lønnsom enn konkurrentene. Samtidig vil stordriftsfordeler av produkt differensiering og spesialisering av produksjon innebære at marginene øker.

Koller (2010:166) anbefaler å bruke ROIC i stedet for total kapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten, fordi den fokuserer direkte på selskapets drift. ROIC defineres som:

$$\text{ROIC} = \text{NOPLAT} / \text{Investert kapital}$$

Tabell 12: ROIC

	2012	2013	2014
ROIC	15,31%	14,28%	12,39%

Som tabell 12 viser er lønnsomheten til Posten Norge i en negativ trend. Avkastningen på den investert kapitalen er redusert fra 15,31% i 2012, til 12,39% i 2014. Dette er et motsatt bilde av hva totalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten antydde. Årsaken til den negative utviklingen fra 2012 til 2013 er hovedsakelig at økningen i driftsrelaterte anleggsmidler ikke har gitt en økning i NOPLAT, noe er rimelig med tanke på nye investeringer i terminaler. Disse skal stå ferdig i 2017. Nedgangen fra 2013 til 2014 relaterer seg til en betydelig økning i vare- og tjenestekostnader.

Årsaken til at det oppstår en forskjell mellom ROIC og totalkapitalrentabiliteten, er at totalkapitalrentabiliteten estimeres på bakgrunn av netto profitt, og ikke NOPLAT. På grunn av finansielle eiendeler, engangsposter og andre ikke-driftsrelaterte operasjoner som inngår i netto inntekt, gjenspeiler ikke netto inntekt den egentlige lønnsomheten til den operative driften. I tillegg måler totalrentabiliteten avkastningen basert på de totale eiendelene i balansen, og problemet er at et selskap kan ha mange eiendeler som ikke er driftsrelatert.

Det mest interessante med avkastningen på den investerte kapitalen, er å sammenligne den mot kostanden av kapital. Kostnaden av kapital blir også kalt avkastningskravet (WACC).

I neste kapittel beregnes WACC til 5,62%. Siden ROIC er større en WACC, betyr det at Posten Norge generer økonomisk profitt basert på den investerte kapitalen. Økonomisk profitt kan defineres som:

$$\text{Økonomisk profitt}_t = \text{Investert kapital}_{t-1} (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

Basert på informasjonen ovenfor, er det tydelig at Posten Norge har strategiske fordeler relativt til konkurrerende selskaper i Norge. Monopolet til Posten Norge gir selskapet enerett til å levere leveringspliktig post, og i tillegg kjøper staten de ulønnsomme tjenestene. Fordelen med dette er at Posten Norge har kunnet opprettet et landsdekkende nettverk til å levere også andre typer sendinger som ikke er leveringspliktige, for eksempel pakker som handles over internett. Det er høye etableringsbarrierer for andre selskaper til å tilby samme typer tjenester, noe som medfører en strategisk fordel til Posten Norge. I tillegg har Posten Norge satset på

stordriftsfordeler innenfor logistikk de seneste årene, noe som skal fortsette fremover med omfattende bygging av nye terminaler og satsning på synergieffekter [46].

5.7.4 Oppsummering nøkkeltallanalyse

Nøkkeltallanalysen viser at Posten Norge har en ganske høy egenkapitalandel sammenlignet med utenlandske konkurrenter. Posten Norge sin egenkapitalandel er relativt statisk i perioden, og det kan tyde på andelen er noe ineffektiv i 2014. Ved eventuell børsnotering av selskapet vil eventuelle investorer kunne kreve en mer effektiv finansiering. Videre viser selskapet god lønnsomhet, både målt mot selskaper i utland og innland. Basert på analysen genererer Posten Norge en høy økonomisk profitt. Det er dessverre ikke mulig å skille virksomheten i Norge fra virksomheten i utlandet, og det er derfor vanskelig å skille den økonomiske profitten mellom de to strategiske områdene.

6 Avkastningskravet til selskapet - WACC

For å verdivurdere et selskap ved hjelp av diskontert fri kontantstrøm metoden, må man først finne avkastningskravet til selskapet. Avkastningskravet representerer alternativkostnaden til investorer som velger å investere i dette selskapet, i stedet for et annet selskap med samme risiko (Koller, 2010:235).

I verdivurderingen vil avkastningskravet bli brukt til å diskontere den fremtidige kontantstrømmen, og dermed estimere nåverdien av kontantstrømmen. En økning i avkastningskravet vil blant annet føre til en nedgang i beregnet verdi. Avkastningskravet er følsomt for endringer i egenkapitalkostnaden, gjeldskostnaden og kapitalstrukturen.

Avkastningskravet er definert som:

$$WACC = \frac{D}{V}k_d(1 - T) + \frac{E}{V}k_e$$

WACC består av tre komponenter:

Egenkapitalkostnaden: k_e

Kostnaden av gjeld etter skatt: $k_d(1 - T)$

Kapitalstruktur: $\frac{D}{V}, \frac{E}{V}$ hvor D = Gjeld, E = Egenkapital og $V = D + E$

6.1 Egenkapitalkostnaden - CAPM

For å beregne egenkapitalkostnaden vil jeg bruke kapitalverdimodellen (CAPM).

Kapitalverdimodellen beregner relevant investeringsrisiko, og hvilken risikokorrigert avkastning på investeringen vi bør forvente. Modellen gjelder for alle investeringsmuligheter i økonomien. Modellen defineres slik:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i[E(r_m) - r_f]$$

Hvor:

$E(r_i)$ = Forventet avkastning på investeringen, i dette tilfellet avkastningen på egenkapitalen.

r_f = Avkastning på en risikofri investering

β_i = Systematisk risiko på investeringen

$E(r_m)$ = Er forventet avkastning på markedsporteføljen

$(r_m - r_f)$ = Markedet sin risikopremie

Modellen impliserer at forventet avkastning på investeringen er lik risikofri rente, pluss et påslag som reflekterer mengden av systematisk risiko og hva markedet krever i avkastning for å påta seg systematisk risiko.

Et tilleggsmoment til modellen er at den risikofrie renten kan justeres for skatt. Dette gir en mer korrekt betajustering av egenkapitalkravet. Den utvidede CAPM er slik:

$$E(r_i) = r_f(1 - s) + \beta_i[E(r_m) - r_f(1 - s)]$$

Der s representerer skattesatsen.

I denne modellen vil skattesatsen bety mindre desto nærmere beta er 1. Videre i analysen kommer det frem at beta er ca. 1, og derfor bruker jeg den opprinnelige CAPM uten skattejustering.

6.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente representerer den avkastningen en investor får ved å investere i et verdipapir som gir en forventet avkastning uten risiko. Damodaran (2002:154) viser til to forhold som vil avgjøre om et verdipapir er risikofritt. Det første er at verdipapiret ikke kan ha misligholdsrisiko. Verdipapirer med lavest misligholdsrisiko er statsobligasjoner. Det andre forholdet peker på at det ikke skal være noen reinvesteringsrisiko knyttet til verdipapiret. I praksis betyr dette at ingen obligasjoner er risikofri, fordi kupongrenten på obligasjoner blir reinvestert til priser som ikke kan forutses i dag. Dette har konsekvenser for en verdivurdering, siden forventet avkastning ofte skal beregnes i en periode mellom 1 til 10 år. Det ideelle vil være å bruke forskjellige risikofrie renter for hver periode, og forskjellige forventede avkastninger.

Det er verdt å merke seg at effekten på nåverdien ved å bruke forskjellige risikofrie renter er liten, gitt at økonomien er velfungerende. I praksis er det derfor vanlig at løpetiden på den risikofrie obligasjonen samsvarer med forventet lengde på kontantstrømmene. I en verdivurdering anbefaler Damodaran (2002:155) dermed å bruke statsobligasjoner som et mål på den risikofrie renten.

Statsobligasjoner har forskjellige løpetider, og det er viktig å bruke den løpetiden som passer til verdiobjektet. I og med at kontantstrømmer ofte blir beregnet i uendelig framtid, kan det virke som at det vil være lurt å bruke en statsobligasjon som går i det uendelige. Norlie (2011:19) avkrefter dette fordi et selskap vil typisk starte og avslutte prosjekter løpende, og dermed vil den relevante løpetiden være levelengden på selskapets prosjekter. Koller (2010:241) mener det er få analytikere som i praksis bruker en statsobligasjon med løpetid som representerer den faktiske lengden på kontantstrømmene. Det mest vanlige er å bruke obligasjoner med 10-års løpetid, disse er også de mest likvide.

Statsobligasjoner blir utgitt av en rekke land. For å velge riktig obligasjon er det nødvendig å benytte statsobligasjonen som representerer samme valuta som kontantstrømmen (Norlie, 2011:19). Kontantstrømmen i denne oppgaven er oppgitt i NOK, og dermed vil jeg også bruke norske statsobligasjoner.

Tabell 13: Statsobligasjoner: Årsgjennomsnitt av daglige noteringer (i %)

	3 år	5 år	10 år
2014	1,52	1,82	2,52
2013	1,63	1,93	2,58
2012	1,44	1,59	2,10
2011	2,24	2,56	3,12
2010	2,46	2,83	3,52

Kilde: Norges Bank

Norges Bank oppgir tre forskjellige obligasjonsrenter, 3-årige, 5-årige og 10-årige. Renten på 10-årige statsobligasjoner fra 2014 viser et gjennomsnitt på 2,52%. Inn i 2015 har denne renten falt betydelig, og de tre første månedene i 2015 viser henholdsvis en rente på 1,45%, 1,39% og 1,54% [22]. Mye av grunnen til den lave renten inn i 2015, kan skyldes ekspansiv pengepolitikk i øvrige deler av verden. Blant annet har den Europeiske Sentralbanken startet pengetrykking i stor skala. Pengene blir brukt til å kjøpe statsobligasjoner, som igjen presser renten i eurosonen ned [23]. Dette gir en direkte effekt ved at den norske valutakursen styrker seg mot relevante handelspartnere. Norges Bank må derfor senke den norske renten, slik at den norske næringen blir konkurransedyktig på det internasjonale markedet. Dette tyder på at den ekstremt lave renten i 2015 er kunstig lav [24]. Med bakgrunn i dette vil jeg i denne oppgaven benytte den 10-årige renten på statsobligasjoner for 2014, som er 2,52%.

6.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er avhengig av avkastningen på markedsporteføljen og den risikofrie renten. Markedsporteføljen består av alle investeringsmuligheter i økonomien. Både de som

kan handles på børs, og de som ikke kan handles på børs. Problemet er at vi må observere priser relativt ofte over tid, for å beregne realiserede avkastninger (Norlie, 2011:19). På grunn av dette er det vanlig praksis å bruke en bredt sammensatt aksjeindeks til å representere markedsporteføljen.

Koller (2010:242) mener det ikke finnes en enkel modell som estimerer markedsporteføljen presis, men støtter modellen som estimerer den historiske markedsindeksen. Denne viser at markedspremien varierer mellom 4,5% og 5,5%. Dette er samme konklusjon som Norlie (2011:19). En undersøkelse gjort av PwC og NFF viser at til tross for store svingninger og mye volatilitet i det norske markedet de siste årene, er synet på markedsrisikopremien uendret på 5% (Lem, 2015). Med bakgrunn i dette velger jeg å bruke en markedspremie på 5%.

Forventet avkastning til markedsporteføljen blir da:

$$5\% + 2,52\% = 7,52\%.$$

6.1.3 Beta

Den risikofrie renten og markedets risikopremie er to fellesfaktorer som gjelder alle verdivurderinger ved fastsettelse av egenkapitalkostnaden. Den siste faktoren i kapitalverdimodellen måler systematisk risiko på investeringen, og kalles for beta. Beta måler hvor mye aksjekursen til det underliggende selskapet beveger seg sammen med markedet. Med andre ord måler beta samvariasjon mellom aksjekursen og markedet. Beta måles med følgende regresjonslikning:

$$r_i = \alpha + \beta r_m + \varepsilon$$

Hvor:

r_i = Avkastning på aksjeinvesteringen.

α = Investeringens meravkastning i forhold til selskaper med samme risiko (skjæringspunktet).

β = Systematisk risiko, eller stigningstallet til aksjen.

r_m = Avkastningen på markedsporteføljen.

ε = Feilledd

Dette er en standard regresjonslikning, hvor aksjeavkastningen til selskapet blir målt opp mot avkastningen til markedet på månedsbasis (Koller, 2010:250). Punkttestimatene danner grunnlag for et regresjonslinje som passer best til de estimerte punktene. Stigningstallet til regresjonslinjen er beta, og måler systematisk risiko.

Damodaran (2002:189) påpeker tre viktige regler ved estimering av beta. Den første gjelder hvor langt intervallet skal være mellom hvert datapunkt i regresjonen. Dette er primært avhengig av likviditeten til aksjen. Hvis betaestimater gjelder et selskap som sjeldent handles på børs, vil aksjen være illikvid, og dermed vil korte intervaller, som daglig og ukentlig data, føre til systematisk feil. Hvis betaestimater gjelder et selskap som ofte handles på børs, kan ukentlig data gi det beste estimatet.

Det andre regelen gjelder bruken av historisk data. Historisk data som strekker seg langt tilbake i tid, kan gi estimater på beta som har lite sammenheng med dagens beta, spesielt hvis det har vært mye støy i markedet. Koller (2010:250) anbefaler å bruke minst 60 datapunkter, mens Norlie (2011:20) anbefaler å bruke månedlige avkastninger over en periode på 3 til 5 år. Det er tydelig at denne vurderingen må sees i sammenheng med om tidligere avkastning gjenspeiler dagens avkastning på en god måte. I så fall vil regresjonen oppnå en lav standardfeil.

Det tredje punktet gjelder markedsporteføljen. Denne burde være differensiert av mange selskaper. Hvis markedsporteføljen er dominert av få store selskaper, vil betaestimater sannsynligvis ikke representere den faktiske risikoen til selskapet. Resultatet i et slikt tilfelle er at betaverdien til de få store selskapene har en tendens til å være 1, mens de resterende selskapene varierer mye (Damodaran, 2002:189).

Betaverdi på 1 betyr at aksjen beveger seg likt med markedet. Hvis beta er over 1, vil aksjen stige eller synke fortere i samme retning som det øvrige markedet. Og hvis beta er under 1, vil aksjen stige eller synke saktere i samme retning som markedet forøvrig. Betaverdi på under 0

indikerer at aksjen er negativt korrelert med markedet, som betyr at aksjekursen beveger seg i motsatt retning av markedet. Det er ikke ofte slike aksjer observeres, men prisen på gull har en tendens til å bevege seg i motsatt retning av markedet (Baur og McDermott, 2010).

Ifølge Damodaran (2002:192) er beta avhengig av tre faktorer. Den første faktoren er hvilken type bransje selskapet er rettet mot. Hvis selskapet er utsatt for økonomiske konjunkturer, vil beta typisk være høyere enn selskaper som ikke er utsatt for konjunkturer. Dette har sammenheng med at konjunkturutsatte bransjer har mer risiko knyttet til lønnsomhet. Den andre faktoren er kostnadsstrukturen, hvor selskaper med store faste kostnader har en tendens til å få høyere beta når inntektene varierer mye. Den tredje faktoren er finansieringsstrukturen til selskapet. Ofte vil høy gjeldsgrad resultere i en høyere beta. Høy grad av gjeldsfinansiering øker variansen i nettoinntekt, og dermed blir egenkapitalen utsatt for en høyere risiko. I og med at dette gjelder egenkapitalbeta, vil ikke denne faktoren påvirke oppgavens betaestimat.

Selskaper innenfor samme bransje vil gjerne kopiere hverandre. Dette resulterer i at selskapene ofte har lik kostnadsstruktur, og dermed oppnår de samme risiko på investeringene. Med bakgrunn i dette har selskaper innenfor samme bransje ofte lik betaverdi knyttet til drift (Koller, 2010:254). Med tanke på at Posten Norge ikke er et børsnotert selskap, vil det ikke være mulig å beregne en selskapsspesifikk betaverdi basert på regresjonsanalyse. Dermed vil en industrispesifikk beta være det mest relevante for Posten Norge sin systematiske risiko.

En industrispesifikk beta vil gi et bedre estimat enn den selskapspesifikke betaen (Norlie, 2011:20). Dette er fordi overestimering og underestimering av selskapspesifikke betaverdier har en tendens til å utfylle hverandre, slik at den gjennomsnittlige betaverdien for industrien gir det beste estimatet (Koller, 2010:254).

Optimalt burde denne oppgaven beregnet beta for hvert enkelt selskap i bransjen, og deretter estimert gjennomsnittet. Med tanke på tiden som denne oppgaven har til rådighet, vil ikke dette la seg gjøre. For å beregne beta vil jeg benytte meg av databasen til Damodaran, som ligger på internett [26]. Damodaran har hentet data fra Bloomberg, Morningstar, Capital IQ og Compustat [26].

Ved bruk av 44 transportselskaper i Europa, har Damodaran beregnet transportindustriens selskapsspesifikke beta [27]. Regresjonen er gjort med følgende forutsetninger:

- Ukentlige datapunkter
- Regresjonen er gjort mot indeksen i selskapets representative land
- 2/3 av 2 års regresjons beta + 1/3 av 5 års regresjons beta

Ukentlige datapunkter forsvares med at selskapene som brukes i analysen er likvid. Indeksen i selskapets representative land brukes, fordi dette mest sannsynlig er indeksen som selskapet henter mest kapital fra. Betaestimatet er vektet med 2/3 av 2 år med historisk data, og 1/3 av 5 år med historisk data [26]. Fordelen ved å bruke en hovedvekt på 2 år er at eventuelle strukturelle endringer i selskapene før denne tiden ikke kommer med i betaestimatet. Samtidig gir 5 år med historisk data flere observasjoner, som også er bra for analysen. Derfor vektes disse mot hverandre.

Resultatet viser at den selskapsesifikke beta var 0,94 i 2014 [27].

6.1.4 Beregning av avkastningskrav til egenkapital

Med bakgrunn i begrunnelsen ovenfor beregner jeg forventet avkastning til egenkapitalen som:

$$E(r_e) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f]$$

$$E(r_e) = 2,52\% + 0,94[7,52\% - 2,52\%]$$

$$E(r_e) = 7,22\%$$

Beregningen viser at egenkapitalkostnaden er 7,22%

6.2 Gjeldskostnaden

Kostnaden av gjeld er sammensatt av selskapets finansielle forpliktelser (Penman, 2010:451). Årsrapporten til Posten Norge [15] opplyser om konsernets rentemålsetning. Denne tilsier at rentekostnadene skal følge den generelle utviklingen i markedet, men at det er mulig med

fastrentelån og fastrenteavtaler hvis det er en betydelig risiko for unormalt høye pengemarkedsrenter.

Per 31.12.2014 hadde konsernet fastrenteavtaler på 711 mill. kroner, med vektet gjennomsnittrente på 4,82%. I tillegg hadde konsernet tre lån med flytende rente, og disse hadde en effektiv rentesats på 2,7%. Den samlede lånesummen med flytende rente var på 1141 mill. kroner, fordelt på to private placementlån, og et lån i Den Nordiske Investeringsbanken [15].

Posten Norge har beregnet den gjennomsnittlige gjeldskostnaden på sine finansielle forpliktelser. Denne var 3,56% i 2012, 3,77% i 2013 og 3,16% i 2014 [15]. Gjeldskostnaden for 2014 er altså lavere enn for de forutgående årene, og dette har en sammenheng med den lave rentekostnaden i markedet. Det kan diskuteres om historiske gjeldskostnader har en sammenheng med fremtidige gjeldskostnader, men jeg vil likevel benytte meg av dette. Jeg anser gjeldskostanden fra 2014 til å være veldig lav, og benytter meg av det aritmetiske gjennomsnittet til de tre årene.

$$(3,56\% + 3,77\% + 3,16\%) / 3 = 3,5\%$$

6.3 Kapitalstruktur

Når kostnaden av gjeld og egenkapital er fastsatt, må det avgjøres hvor mye gjeld og egenkapital som brukes til driften av selskapet. I regnskapsanalysen kom det frem at egenkapitalandelen var på 38%. Konsekvensen ved å bruke denne vekten, er at gjelden som ikke er rentebærende vil bli skattlagt i avkastningskravet, noe som fører til feilberegning (Damodaran, 2002:214). I tillegg forklarer Koller (2010:266) at det er viktig å bruke markedsverdien av gjeld og egenkapital i beregningen av kapitalstrukturen. Årsaken er at avkastningskravet representerer en forventet avkastning på en alternativ investering, som beregnes i markedsverdi. I tillegg skal kapitalkostnadene representere målsatte vekter, og ikke nåværende vekter (Koller, 2010:266).

Siden Posten Norge er et privateid selskap, er det ikke mulig å beregne markedsverdi på kapitalen. Damodaran (2002:671) anbefaler å bruke den gjennomsnittlige markedsverdien til selskapene som blir brukt ved beregning av betaverdien. Dette vil gi en konsistent relasjon mellom kostnaden av kapital og avkastningskravet.

Den gjennomsnittlige bokverdien av gjelden som brukes ved utregning av beta er på 52,23% av bokført total kapital [28]. Ved å sammenligne dette forholdet med bokverdien til Posten Norge i 2014, vises det at forholdet er rimelig likt:

Bokverdi finansiell gjeld / Bokverdi total kapital = 5 268 / 11 473 = 46%.

Markedsverdien til gjelden og total kapitalen som Damodaran videre legger til grunn ved beregning av beta har et forholdstall på 34,3% [28]. Dette betyr at kapitalstrukturen er som følger:

$$\frac{D}{V} = 34,3\% \qquad \frac{E}{V} = 65,7\%$$

6.4 Utregning av avkastningskravet

Med de relevante parameterne kan jeg nå beregne avkastningskravet til Posten Norge:

$$WACC = \frac{D}{V}k_d(1 - T) + \frac{E}{V}k_e$$

$$WACC = 34,3\% * 3,5\% * (1 - 0,27) + 65,7\% * 7,22\%$$

$$WACC = 5,62\%$$

7 Prognoser for fremtiden

Fremtidsprognosene vil danne grunnlaget for selve verdsettelsen av Posten Norge. Dette kapitlet vil gi innsikt i selskapets fremtid, med fokus på finne fremtidig avkastning på den investerte kapitalen, og beregning av fremtidens frie kontantstrøm. Prognosene bygges på bakgrunn av den finansielle analysen, den strategiske analysen, samt videre diskusjon i dette kapitlet og Posten Norge sine årsrapporter [14].

Enhver prognose må utføres i et bestemt tidsrom. Det er umulig å beregne detaljerte prognoser i uendelig tid. På et eller annet tidspunkt må det settes en terminalverdi for selskapet, en verdi som skal gjelde for resten av levetiden. Terminalverdien fastslår når selskapet er i "steady-state", noe som indikerer at selskapet vokser med en konstant prosent ved å reinvestere en konstant andel av overskuddet hvert år (Koller, 2010:188).

Ifølge Dahl og Boye (1997:24) er det normalt å utarbeide prognoser på 7-15 år. Koller (2010:188) anbefaler å bruke 10-15 år, eller lengre for sykliske selskaper og selskaper som opplever sterk vekst. I motsetning til transportbransjen som er sterkt avhengig av den generelle økonomien og trenden i markedet (DBRS, 2013:6), er brevproduksjonen til Posten Norge ikke syklisk. Samtidig opplever logistikkvirksomheten til Posten Norge god vekst, og jeg vil derfor lage en prognose som strekker seg over 10 år.

7.1 Prognosemodell

I praksis er det flere metoder som kan benyttes ved beregning av fremtidige kontantstrømmer. Kaldestad og Møller (2011:58-59) nevner tre kategorier som brukes ved prognoser for fremtiden. Naive-modeller, top-down modeller og bottom-up modeller. De naive prognosemodellene beregner fremtidens kontantstrømmer basert på fjorårets kontantstrøm, eventuelt korrigert for en trend. Top-down modellene baseres på de ulike komponentene i regnskapet og balansen. De ulike komponentene, som for eksempel kostnader, inntekter og arbeidskapital, gir videre det beste utgangspunktet for fremtidsprognosene. Bottom-up modeller er de mest detaljerte modellene, og er ofte basert på interne tall som anslår

prognoser helt ned til produktnivå. I fremtidsprognosen vil jeg bruke en top-down modell. Jeg vil fokusere på de viktigste verdidriverne, og lage en prognose basert på dette.

7.2 Driftsinntekter

Fremtidige driftsinntektene kan i utgangspunktet deles inn i forventet markedsandel, pris og utvikling i det totale volumet (Koller, 2010:193). De ulike komponentene kan estimeres hver for seg, og med bakgrunn i disse kan man anslå utviklingen i driftsinntektene til Posten Norge. Driftsinntektene til Posten Norge deles først og fremst inn i de to segmentene post og logistikk.

7.2.1 Postinntekter

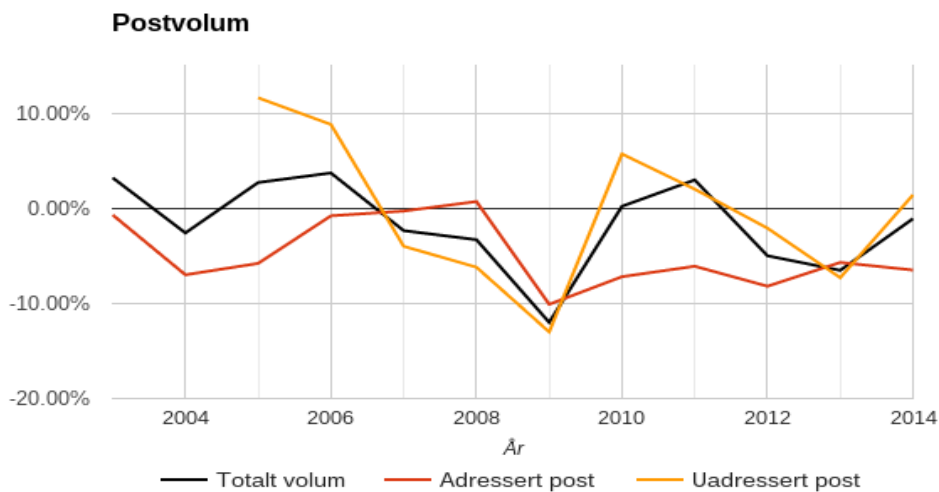
Inntektene som genereres fra postvirksomheten kommer fra salg av brevprodukter, banktjenester, filatelisalg, varesalg og dialogtjenester. I tillegg inntektsføres statens oppkjøp av ulønnsomme tjenester i henhold til gjeldende konsesjonskrav. I 2014 bevilget staten 320 mill. kroner til dette formålet (Oslo Economics, 2015). Postvirksomheten genererte 38% av Posten Norge sine totale inntektene i 2014, som er en nedgang på 5% fra 2010.

I 2014 hadde postvirksomheten eksterne driftsinntekter på 9,3 milliarder kr, mot 9,6 milliarder kr i 2013. Utviklingen fra 2010-2014 vises i tabellen under.

Tabell 14: Driftsinntekter post (Mill. kr)

År	2010	2011	2012	2013	2014
Omsetning post	9 736	9 745	9 546	9 613	9 371
Endring	-3,12%	0,09%	-2,04%	0,70%	-2,52%

Fallet i omsetningen skyldes volumnedgang i adressert post. Fra og med 2009 til 2014 har det vært en gjennomsnittlig volumnedgang i adressert post, med 7% per år. Dette vises av den røde linjen i figur 21



Figur 21: Volum for adressert og uadressert post

Den gule linjen representerer uadressert post. Dette består for det meste av reklame som legges i postkasser. (Post- og teletilsynet, 2011). Volumet til denne posten steg med over 10% i toppåret 2005, mens den sank over 10% i 2009. Fra 2010 til 2014 viser dette markedet en uendret vekst på 0%.

Som tidligere nevnt blir inntektene fra enerettsområdet brukt til å kompensere de ulønnsomme leveringspliktige tjenestene. Eventuelle restbeløp blir dekket av staten i henhold til Posten Norge sitt produktregnskap [29]. Med bakgrunn i dette forutsetter jeg at statlig kjøp vil dekke underskuddet på de leveringspliktige tjenestene, målt ved kostnader fratrukket inntekter på adresserte sendinger. Dermed er ikke inntekter, kostnadene eller statlig bevilgning knyttet til adresserte sendinger, relevant for fremtidig vekstprognose. Denne forutsetningen kan sies å innebære en forenkling. Siden enerettsområdet bare dekker brev under 50g, vil det være inntekter og kostnader knyttet til brev over 50g. Forenklingen vil uansett være bedre enn å forsøke å estimere fremtidig utvikling i merkostnader, enerettsinntekter og statlig bevilgning, da dette vil bli svært usikre estimater. I tillegg er sensitiv informasjon knyttet til produktregnskapet sensurert. Forskning viser at statlig kjøp av ulønnsomme tjenester i 2025 vil kunne variere mellom 1 milliard kr og 3,5 milliarder kr, avhengig av kostnadsreduksjon og styrken av konkurranse ved liberalisering av markedet (Oslo Economics, 2015). I tillegg er

det grunn til å tro at eventuell profitt fra enerettsområdet vil bli utkonkurrert, spesielt hvis postmarkedet liberaliserer, eller det andre forslaget i den nye postloven trer i kraft. Europeisk forskning viser at implementering av EUs tredje postdirektiv, gir økt konkurranse i de største byene. Dette medfører lavere lønninger og lavere priser, som utfyller hverandre (Hermann, 2013). I henhold til det andre forslaget i den nye postloven, skal offentlige etater kommunisere mer over internett. Dette vil føre til at 20%-30% av inntektene knyttet til enerettsområdet, faller bort.

Det fremgår av produktregnskapene fra årene 2011-2013 at inntektene fra de leveringspliktige tjenestene var på henholdsvis 6 700 mill. kr, 6 877 mill. kr og 6 432 mill. kr [29]. De resterende inntektene fratrukket statlig bevilgning, blir da på 2 865 mill. kr, 2 490 mill. kr og 2 701 mill. kr for årene 2011 - 2013. Dette er inntekter som kommer fra ikke-pliktige banktjenester, varehandel, adresseendringer, frimerketjenester, uadressert postreklame og datterselskapet CityMail [29].

Fra og med 2008 har CityMail dekket 54% av Sveriges husstander, og omsetningen har økt fra 730 mill. kr i 2008, til 811 mill. kr i 2013 [30] [31]. Dette er en omsetningsvekst på 3,5% per år. CityMail opplever volumnedgang i det svenske markedet, men dette kompenseres med økte priser og nye kunder [31]. Nye kunder ga CityMail en samlet volumvekst på 4% i 2014 [15]. Med bakgrunn i dette legger jeg til grunn 3,5% vekst i omsetningen fra datterselskapet CityMail.

De resterende inntektene, fratrukket omsetningen til CityMail, blir da på 2 095 mill. kr, 1 710 mill. kr, og 1 890 mill. kr for perioden 2011-2013. Av de resterende inntektene kommer den største andelen fra uadressert reklame, det vil si direkte reklame i postkassen. Markedet for denne typen reklame har i Norge falt fra en omsetning på 2 264 mill. kr i 2010, til 2 089 mill. kr i 2014 [33]. Dette gir en gjennomsnittlig nedgang på 2% per år. Ved å sammenligne Posten Norge sine volumendringer for uadressert post fra figur 21, med omsetningsendringene til direktoreklame i figur 22, ser man en tydelig sammenheng fra år til år.



Figur 22: Omsetning direkteklame

Den totale omsetningen har falt med 9% siden 2010, mens volumendringen har et gjennomsnitt på 0% i samme periode. Dette tyder på at de konkurrerende selskapene klarer å kutte kostnader, slik at de kan sette ned prisen. Figur 24 viser også at hele perioden fra 2005 til 2014 har en gjennomsnittlig volumendring på 0%, og derfor er det også grunn til å tro at dette vil vedvare i fremtiden. Omsetningsendringer vil følgelig være basert på prisreduksjon, som igjen er avhengig av lavere enhetskostnader.

I dette markedet for uadressert reklame, hadde Posten Norge en markedsandel på mellom 55% og 60% i 2011 (Post- og teletilsynet, 2011). Ved å benytte 55% markedsandel, gir dette uadressert post en omsetning på 1 342 mill. kr, 1 281 mill. kr og 1 154 mill. kr for perioden 2011-2013. I årsregnskapet nevner Posten Norge sin sterke markedsandel for uadressert post, og jeg velger å opprettholde Posten Norge sin markedsandel på 55% i all fremtid. Videre velger jeg å anta at Posten Norge reduserer prisen på uadressert post med 2% per år i 5 år, for så å holde den uendret på 0%.

De øvrige inntektene er sterkt knyttet til den adresserte posten, som har en volumnedgang på 7% per år. Dermed velger jeg å bruke dette som faktor i prognosen, justert for 3% prisvekst (Oslo Economics, 2015). Det første prognoseåret er et aritmetisk gjennomsnitt av de resterende inntektene fra perioden 2011-2013.

Tabellen under viser prognostiserte postinntekter for perioden 2015 - 2024. Sum postinntekter består av inntekter fra de leveringspliktige tjenestene, omsetningen til datterselskapet CityMail, uadressert post og øvrige inntekter. Prognosen for de leveringspliktige tjenestene har en nedgående vekst på 4% per år. Dette kompenseres i sin helhet av økte statlig kjøp. Veksten for de leveringspliktige tjenestene er beregnet på grunnlag av 7% volumnedgang og 3% prisøkning. Prisøkningen på 3% er gjennomsnittsøkningen fra år 2000 til år 2013 (Oslo Economics, 2015).

Tabell 15: Prognose postinntekter (Mill. kr)

Prognose postinntekter	Faktiske inntekter				Prognose inntekter									
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Leveringspliktig tjeneste	6,00	6 877	6 432	6 471	6 212	5 964	5 725	5 496	5 276	5 065	4 863	4 668	4 481	4 302
Omsetning CityMail	770	780	811	835	860	886	913	940	968	997	1 027	1 058	1 090	1 123
Reklameomsetning	1 342	1 281	1 154	1 131	1 108	1 086	1 064	1 043	1 022	1 002	1 002	1 002	1 002	1 002
Øvrige inntekter	753	429	736	614	589	566	543	521	500	480	461	443	425	408
Statlig kjøp	180	179	480	320	579	827	1 066	1 295	1 515	1 726	1 928	2 123	2 310	2 489
Sum postinntekter	9 745	9 546	9 613	9 371	9 349	9 329	9 311	9 296	9 282	9 271	9 281	9 294	9 308	9 323

Det finnes ingen informasjon om inntektene fra de leveringspliktige tjenestene for 2014. Derfor er denne posten estimert slik at den passer til resten av datagrunnlaget. Tabellen viser at den prognostiserte statlige utgiften for 2024 er på 2,5 milliarder kr. Forskning viser at dette er et fornuftig estimat (Oslo Economics, 2015) og [34].

7.2.2 Logistikkinntekter

Logistikkinntektene genereres av transport- og lagertjenester. Transporttjenestene omfatter bud- og transporttjenester, samt transport av brev, pakker, gods og temperaturregulerte sendinger. Lagertjenestene består av lagring, håndtering og plukktjenester, i tillegg til lossing av bil og plastring av pall [15]. De eksterne logistikkinntektene var på 15 028 mill. kr i 2014,

som er en økning på 7,8% fra året før. Veksten består av økt gods- og pakkevolum, samt oppkjøp. Ifølge årsregnskapet ble den organiske veksten på 3,3% i 2014, mot 1,3% året før [15]. Tabellen under viser utviklingen i driftsinntekter for logistikksegmentet, samt veksten og andelen av de totale driftsinntektene for konsernet.

Tabell 16: Driftsinntekter logistikk (Mill. kr)

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Omsetning logistikk	12 549	12 702	13 235	13 378	13 944	15 028
Endring		1,22%	4,20%	1,08%	4,23%	7,77%
Andel av totale driftsinntekter		58%	58%	58%	59%	62%

Logistikk er konsernets største segment, og sto for 62% av de totale driftsinntektene i 2014. Noe av økningen skyldes oppkjøp av aksjer i logistikkselskapene West Cargo Vårgårda AB og Smartpak Sweden AB. Selskapene bidrar til den utenlandske logistikkomsetningen, som har økt fra 5 420 mill. kr i 2011, til 7 279 mill. kr i 2014. Dette vises i tabellen under.

Tabell 17: Driftsinntekter utland (Mill. kr)

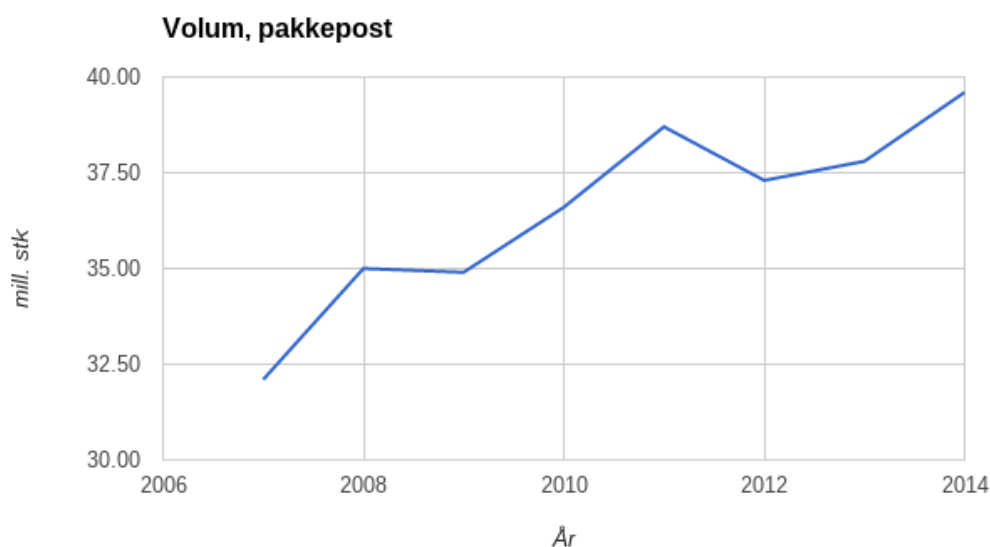
År	2011	2012	2013	2014
Omsetning utland logistikk	5 420	6 130	6 906	7 279
Omsetning innland logistikk	7 815	7 248	7 038	7 749
Andel omsetning fra utland	40,95%	45,82%	49,53%	48,43%

De utenlandske datterselskapene er primært lokalisert i Sverige, og optimalt burde det vært beregnet en egen vekstsats for dette området. Det er uansett grunn til å tro at den underliggende veksten er tilnærmet lik, på grunn av likhetstrekk som demografi og økonomisk standard. I tillegg er Norge og Sverige viktige handelspartnere. På en annen side har Norge ca. 2% høyere inflasjon enn Sverige, og dette slår ut i priser på pakker og gods [35]. Siden avkastningskravet ikke ble justert for svenske rentesatser, kan heller ikke

prognosen justeres for svensk inflasjon. Det er grunn til å tro at oppsiden og nedsiden av disse to faktorene jevnes ut.

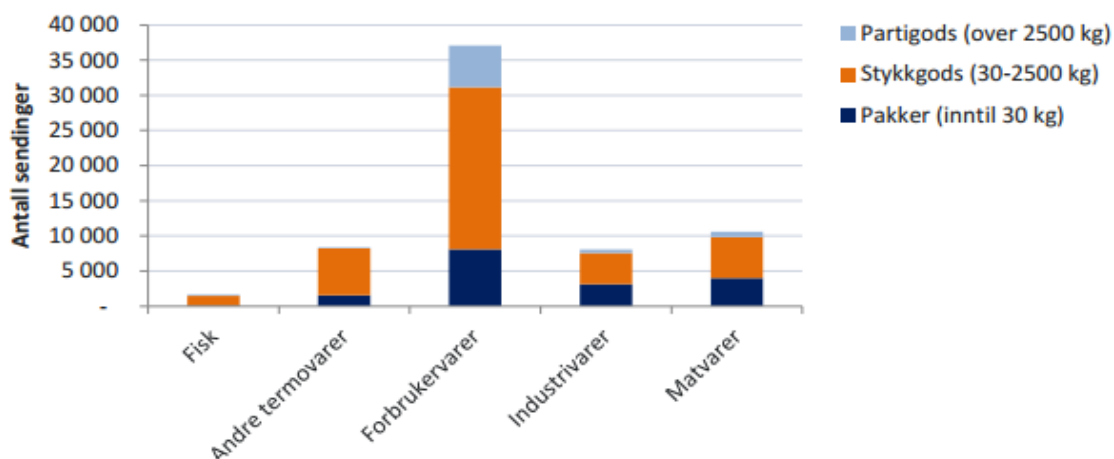
Logistikkvirksomheten har opplevd en sterk vekst i e-handel de siste årene, og dette har ført til at det totale pakkevolumet har økt med 13,5% siden 2009, i henhold til figuren under.

Figuren er rekonstruert fra årsrapporten [15], og viser pakkevolum fra og med 2007.



Figur 23: Volum pakkepost

Etter 2009 har gjennomsnittsvæksten vært på 2,6% per år. Det finnes ingen informasjon om hvor stor andel av omsetningen som kan knyttes til pakkepost, og derfor er det vanskelig å anslå hvor mye pakkevolumet betyr for omsetningen, i forhold til volum fra stykkgoods og partigods. Figur 24 viser det innenlandske logistikkmarkedet i 2010, målt i antall sendinger, fordelt på varetyper og logistikknæringens produkter (Ulstein, Iversen and Grünfeld, 2012).



Figur 24: Antall sendinger innlands logistikkmarked

Figuren viser at pakker står for ca. 25% av de totale sendingene i 2010. I kapittel 2 kom det frem at Bring Parcels har 79% markedsandel i pakkemarkedet. Dette er en stor andel, og det er grunn til å tro at pakker står for mer enn 25% av det totale volumet til omsetningen. Jeg velger å benytte en vektning slik at omsetningen består av 40% pakker og 60% stykk gods.

For medlemsbedriftene til NHO Logistikk og Transport har pakkesendinger vokst med 24% de tre siste årene, mens stykkgodssendinger har vokst med 9% i samme periode (Simonsen, 2015). Med bakgrunn i denne informasjonen finner jeg forholdstallet:

$$24\% / 9\% = 2,6$$

Dette forholdstallet anslår at pakkevolumet vokser 2,6 ganger så fort som stykkgodsvolum. Jeg antar at pakkesendingene og stykkgodssendingene til Posten Norge, vokser like raskt som for medlemsbedriftene til NHO. For å finne Posten Norge sin volumøkning i stykk gods, kan Posten Norge sin gjennomsnittlige pakkevolumøkning fra figur 23, deles på forholdstallet:

$$2,6\% / 2,6 = 1\%$$

Dette anslaget viser at stykkgodsvolumet til Posten Norge øker med 1% årlig. Ved å legge til vektene 40/60 blir den samlede volumøkningen i forhold til omsetningen:

$$1\% * 0,6 + 2,6\% * 0,4 = 1,6\%$$

Når det gjelder prisvekst, har statistisk sentralbyrå estimert 1,7% årlig prisvekst for godstransport på vei. Lagring av gods har 0,2% prisvekst, mens lasting og lossing har 0,9% prisvekst [36]. For pakkesendinger velger jeg å benytte konsumprisindeksen, som ligger stabilt på 2% [37]. Jeg velger å vektlegge prisveksten for godstransport på vei og prisveksten til pakkestransport. Den samlede prisveksten blir da 1,7%

Den underliggende veksten blir da:

$$1,6\% + 1,7\% = 3,3\%$$

Som følge av kronesvekkelsen det siste halvåret, er det rimelig å anta at volumet vil gå noe ned på kort sikt. I en rapport fra PostNord fremgår det at over 50% av nordmenn som handler over nett, handler fra England og USA (PostNord, 2014). Disse landene har valutakurser som kronen har svekket seg mest mot. Jeg velger å benytte meg av negative 2% og 0,8% volumvekst for periodene 2015 og 2016. Volumveksten 2017 og 2018 øker igjen til henholdsvis 0,4% og 1,6%. For den resterende perioden velger jeg en volumvekst på 1,6%. Prisveksten settes til 1,7% for alle periodene.

Tabell 18: Prognostiserte driftsinntekter (Mill. kr)

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	TV
Sum postinntekter	9 376	9 349	9 329	9 311	9 296	9 282	9 271	9 282	9 294	9 308	9 324	9 341
Sum logistikkinntekter	15 028	14 983	15 118	15 435	15 945	16 471	17 014	17 576	18 156	18 755	19 374	20 013
Sum driftsinntekter	24 404	24 332	24 447	24 747	25 240	25 753	26 285	26 857	27 450	28 063	28 697	29 354

De totale driftsinntektene viser økning i alle periodene, med noe mindre vekst de førstkomende årene. I 2025 vil driftsinntektene øke med 2,3% årlig.

7.3 Driftskostnader

Selskapets driftskostnader deles inn i lønn og personalkostnader, vare- og tjenestekostnader, avskrivninger, nedskrivninger og andre driftskostnader. For hver av de ulike komponentene vil jeg basere prognosen på en ratio av driftsinntektene. Dette anbefales av Koller (2010:296).

7.3.1 Lønn og personalkostnader

Etter omfattende kutt av administrative oppgaver, og omlegging til post i butikk, reduserte konsernet lønnskostnadene til 8733 mill. kr i 2010 [42]. Etter dette har kostnadene økt, og i 2014 var lønnskostnadene på 9600 mill. kr. Tabellen under viser at lønnskostnadene er i en stigende trend.

Tabell 19: Lønnskostnader (Mill. kr)

År	2011	2012	2013	2014
Lønnskostnader	9 079	9 237	9 631	9 600
- kostnader leveringspliktig tjenester	6 880	7 056	6 912	6 791
Lønnskostnader rest	2 199	2 181	2 719	2 809
% av omsetning	9,57%	9,51%	11,54%	11,51%

Det mest relevante for prognosen er forholdet mellom lønnskostnadene og omsetningen. Forholdet mellom de totale lønnskostnadene og omsetningen er på ca. 40% i alle perioder. I tabellen er kostnadene fra de leveringspliktige tjeneste trukket fra. I prognosen vil disse kostnadene være lik summen av inntektene fra det leveringspliktige området og statlige kjøp. Dermed vil "lønnskostnader rest" være den kostnaden som er relevant for videre prognose. Disse kostnadene økte med 538 mill. kr i 2013, og dette resulterte i at andelen målt opp mot omsetningen økte til 11,5%. Noe av grunnen til dette kan være Posten Norge sitt oppkjøp i logistikselskapet Danske Fragtmænd AS. Konsernet har gitt uttrykk for videre satsning i logistikkbransjen og det er grunn til å tro at lønnskostnadene kan øke med store oppkjøp. Jeg vil benytte meg av 11,5% andel for årene 2015 - 2019, og 13% andel for de resterende årene.

I produktregnskapet til Posten Norge fremgår det kostnader fra de leveringspliktige tjenestene [29]. Disse kostnadene er tilnærmet lik lønnskostnadene til morselskapet [15]. Som tidligere nevnt er dette kostnader som staten kjøper, fratrukket inntekter fra enerettsområdet.

7.3.2 Vare- og tjenestekostnader

Kostnader knyttet til varer og tjenester er hovedsakelig relatert til logistikkvirksomheten, og forklares best som en prosentandel av logistikkomsetningen. I 2014 økte kostnadene med 11,7%, som er den største økningen i analyseperioden. Tabellen under viser at vare- og tjenestekostnadene stadig øker, og dette har en sammenheng med konsernets stadige ekspansjon i logistikkmarkedet.

Tabell 20: Vare- og tjenestekostnader (Mill. kr)

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Vare og tjenestekostnader	7 755	7 908	8 281	8 142	8 212	9 174
% av logistikkinntekter	61,80%	62,26%	62,57%	60,86%	58,89%	61,05%

I perioden 2009 - 2013 utgjorde vare- og tjenestekostnadene fra 58% - 62% av logistikkomsetningen. Jeg velger å bruke 60% som en ratio for fremtidige prognoser.

7.3.3 Avskrivninger

For varige driftsmidler avskrives maskiner som en egen post, mens transportmidler er konsolidert med inventar og utstyr. Bygninger avskrives som en egen post. Av disse er transportmidler den posten som avskrives mest, med 291 mill. kr i 2014. Tabellen under viser årlig avskrivning fra 2011 - 2014.

Tabell 21: Avskrivninger (Mill. kr)

År	2011	2012	2013	2014
Avskrivninger	696	719	750	790
% av omsetning	3,03%	3,14%	3,18%	3,24%

Av tabellen kommer det frem at avskrivninger øker relativt fortere enn omsetningen. Dette har sammenheng med konsernets satsning på logistikk, og avskrivninger relatert til transportmidler øker relativt fortere enn omsetningen. Som tidligere nevnt konsoliderer årsregnskapet avskrivningene med amortisering av IT-relaterte immaterielle eiendeler. De IT-relaterte immaterielle eiendelene amortiseres med ca. 265 mill. kr årlig, og har en balanseført verdi på 339 mill. kr i slutten av 2014. Det forventes ikke reinvesteringer knyttet til dette, og dermed vil de immaterielle eiendelene balanseføres til 2 381 mill. kr i slutten av 2016, som primært gjelder goodwill. Dette vil resultere i at avskrivninger bli redusert til ca. 525 mill. kr i 2016, og dette gjelder varige driftsmidler. Med bakgrunn i dette settes avskrivningen til 3,25% av omsetningen i 2015 og 2016. De resterende årene reduseres avskrivningen til 2,2% av omsetningen.

7.3.4 Andre driftskostnader

Andre store driftskostnader er leie av lokaler, IT-tjenester og andre leiekostnader. Fullstendig tabell finnes i vedlegg 3. Tabellen under viser at andre driftskostnader har økt de to siste årene, etter en nedgående trend fra 2009 - 2012. Økningen de to siste årene skyldes IT-utvikling og øvrige kostnader som ikke er spesifisert. Som følge av omlegging til post i butikk, har kostnader til leie av lokaler blitt redusert fra 1 463 mill. kr i 2009, til 1 165 mill. kr i 2014.

Tabell 22: Andre driftskostnader (Mill. kr)

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Andre driftskostnader	4 236	4 172	3 874	3 712	3 840	3 907
% av omsetningen	18,73%	18,58%	16,86%	16,19%	16,30%	16,01%

I 2009 utgjør andre driftskostnader 18,7% av den totale omsetningen. Dette er redusert til 16% i 2014. Utviklingen skyldes hovedsakelig reduserte leiekostnader. Med tanke på at det bare er 30 postkontorer igjen på landsbasis, er det begrenset hvor mye leiekostnadene kan reduseres i fremtiden. Øvrige kostnader er på vei opp, så jeg velger å holde ratioen for andre driftskostnader på 16% i hele prognosen.

7.3.5 Inntekt på investeringer

I omgrupperingen av regnskapet ble resultater fra tilknyttede selskaper inkludert i NOPLAT. Koller (2010:198) forklarer at slike inntekter normalt ikke kan prognostiseres ved hjelp av en omsetningsdriver. For årene 2011 - 2014 var resultatet på henholdsvis 3, -19 og 8 mill. kr. Tar man utgangspunkt i dette går resultatet omtrent i null. Jeg velger å la fremtidige prognoser nullstille hverandre, og setter forventet verdi lik 0.

7.4 Prognose resultatregnskap

Ved omorganisering av resultatregnskapet ble den driftsrelaterede skattesatsen estimert til 29,4%, med forutsetning 27% skatt i 2014, og 28% skatt de tidligere årene. Jeg anser driftsrelatert skattesats på 29,4% som en representativ skattesats for prognosen. Tabellen under viser prognoser for resultatregnskapet og NOPLAT. Fullstendig prognose vises i vedlegg 4.

Tabell 23: Prognose resultatregnskap (Mill. kr)

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	TV
Sum driftsinntekter	24 404	24 332	24 447	24 747	25 240	25 753	26 285	26 857	27 450	28 063	28 697	29 354
Sum driftskostnader	22 331	22 122	22 472	22 741	23 181	23 636	24 107	24 601	25 110	25 638	26 183	26 748
EBITDA	2 073	2 210	1 975	2 006	2 060	2 117	2 178	2 257	2 339	2 425	2 515	2 607
Avskrivning	790	714	714	544	555	567	578	591	604	617	631	646
EBITA	1 283	1 496	1 261	1 461	1 504	1 551	1 600	1 666	1 735	1 807	1 883	1 961
Driftsrelatert skatt	383	440	371	430	442	456	470	490	510	531	554	576
NOPLAT	900	1 056	890	1 032	1 062	1 095	1 129	1 176	1 225	1 276	1 330	1 384

7.5 Prognose av balansen

Koller (2010:201) forklarer at det første en må ta stilling til ved prognoser av balansen, er hvorvidt man skal prognostisere de ulike komponentene direkte eller indirekte. Den direkte fremgangsmåten estimerer komponentens verdi som en funksjon av omsetningen, mens den indirekte fremgangsmåten estimerer endringen i komponentens verdi som en funksjon av endringen i inntekt. Koller (2010) anbefaler den direkte fremgangsmåten, og jeg vil benytte meg av denne. I tabellen under vises historisk utvikling i balansekomponentene fra år 2012 til 2014. Disse er målt i andel av omsetningen.

Tabell 24: Historisk utvikling i balansekomponenter (Mill. kr)

År	2012	2013	2014
Omløpsmidler i % av DI	16,33%	16,31%	17,15%
Kortsiktig gjeld i % av DI	19,07%	19,17%	19,94%
Varige driftsmidler i % av DI	18,22%	19,59%	20,14%
Maskiner i % av DI	2,15%	1,99%	1,66%
Transportmidler i % av DI	3,26%	4,34%	5,22%
Bygninger i % av DI	12,50%	13,76%	11,82%

7.5.1 Driftsrelatert arbeidskapital

Ved omorganiseringen av balansen i kapittel 5, viste det seg at den driftsrelaterte arbeidskapitalen er negativ, med en negativ trend. Dette frigjør kapital på kort sikt, og kan være et tegn på at virksomheten drives effektivt. Damodaran (2002:265) påpeker at negativ arbeidskapital innebærer at konsernet på en måte bruker den kortsiktige gjelden til å finansiere driften, spesielt hvis den negative arbeidskapitalen vokser når konsernet vokser. Videre er det grunn til å tro at den driftsrelaterte arbeidskapitalen ikke utvikler seg negativt på lang sikt. På ett eller annet tidspunkt må endringen være lik 0, ellers vil det bygge seg opp et press for å reversere endringen i positiv retning (Damodaran, 2002:265).

De driftsrelaterte omløpsmidlene utgjorde 17,15% av den totale omsetningen i 2014, mot 16,31% i 2013. Den driftsrelaterte kortsiktige gjelden utgjorde 19,94% av omsetningen i

2014, mot 19,17% i 2013. Dette viser at begge postene har økt, men den kortsiktige gjelden har økt litt mer, og resultatet er at den driftsrelaterte arbeidskapitalen er blitt mer negativ.

Årsregnskapet fra 2012 viser at den kortsiktige gjelden ble redusert med 650 mill. kr fra 2010 til 2012, samtidig som omløpsmidlene økte [9]. Jeg kan dermed konstatere at det ikke har vært en jevn negativ utvikling i arbeidskapitalen. Damodaran (2002) påpeker at den driftsrelaterte arbeidskapitalen skal endre seg med 0 på sikt, og jeg velger å følge dette.

De driftsrelaterte omløpsmidlene har hatt en jevn økning relatert til omsetningen, og derfor velger jeg å øke andelen med 0,1% i året for hele prognosen. Den driftsrelaterte kortsiktige gjelden holder jeg fast på 20% av omsetningen frem til 2019. Videre i prognosen reduserer jeg den driftsrelaterte kortsiktige gjelden med 0,5% i året. I terminalverdien utgjør omløpsmidlene 17,55% av omsetningen, mens den kortsiktige gjelden utgjør 17% av omsetningen.

7.5.2 Driftsrelaterte anleggsmidler

De driftsrelaterte anleggsmidlene består av immaterielle eiendeler, varige driftsmidler og investering i tilknyttede selskaper. I prosent av omsetningen utgjorde andelen driftsrelaterte anleggsmidler 33,73% og 32,79% for henholdsvis 2013 og 2014. Ved mer detaljert analyse viser det seg at de immaterielle eiendelene har hatt nedgående trend de siste årene, mens de varige driftsmidlene har hatt en økende trend.

Den nedgående trenden for immaterielle eiendeler gjelder amortisering av IT-utvikling og varemerke. I 2014 representerer den balanseførte verdien av de totale immaterielle eiendelene 339 mill. kr. til IT-utvikling og 2153 mill. kr knyttet til goodwill. Koller (2010:204) anbefaler å ikke ta hensyn til eventuelle oppkjøp i fremtiden. Årsaken til dette er at fremtidige oppkjøp typisk ikke gir merverdi for aksjonærene til det kjøpende selskapet. I prognosen vil jeg dermed redusere de immaterielle eiendeler over to år, med tilsammen 339 mill. kr. Dette er knyttet til IT-utvikling. De resterende årene vil de immaterielle eiendelene være lik nåværende verdi av goodwill.

I prosent av omsetningen har de varige driftsmidlene økt de seneste årene, hovedsakelig på grunn av transportmidler, som utgjør 5% av omsetningen i 2014. Bygninger utgjør 12% av omsetningen i 2014. Som tidligere nevnt må Posten Norge utbygge flere terminaler som følge av økende pakkevolum, og det er rimelig å anta at omfattende satsing på nye terminaler vil øke andelen bygninger i forhold til omsetningen. Koller (2010:203) anbefaler å holde varige driftsmidler som en konstant andel av omsetningen, men jeg vil gjøre et unntak i dette tilfellet. Dette forsvares med Posten Norge sin økende satsning på logistikk kontra post. Med bakgrunn i dette øker jeg andelen varige driftsmidler med 0,1% av omsetningen, frem til 2017. Deretter øker andelen med 0,2%. I “steady state” er andelen varige driftsmidler 22% av omsetningen.

Investering i tilknyttede selskaper gjelder hovedsakelig selskapet Danske Fragtmænd AS. Denne posten utgjør 1,5% av omsetningen i 2013 og 2014. I utgangspunktet skal en være forsiktig med å prognostisere slike investeringer. Verdivurderinger burde baseres på investeringer til dagens verdi, og ikke prognoser på endringer i bokførte verdier (Koller, 2010:205). Denne posten utgjør en liten verdi av den totale balansen, og derfor velger jeg å holde den fast på dagens balanse.

Med bakgrunn i resonnetet ovenfor forventer jeg at de totale driftsrelaterte anleggsmidlene utgjør 32,5% av omsetningen, ved beregning av terminalverdien. Sammenlignet med DHL er det også rimelig å anta at 32,5% er en representativ andel. DHL sine driftsrelaterte anleggsmidler var på 34% av omsetningen i 2014 [44].

7.5.3 Driftsrelatert langsiktig gjeld

Den driftsrelaterte langsiktige gjelden utgjorde 0,25% av omsetningen i 2013 og 2014. Jeg antar at dette er en representativ andel for fremtiden, og holder den stabilt på 0,25%

CapEx

Med utgangspunkt i prognosen ovenfor, er det mulig å beregne hvor mye midler Posten Norge må bruke til å finansiere de varige driftsmidlene i fremtiden, også kalt for CapEx (Capital Expenditures). CapEx beregnes ved å summere endringen i netto varige driftsmidler med avskrivninger:

Tabell 25: CapEx

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	TV
CapEx	836	545	762	460	706	724	742	765	784	805	826	848

7.6 Prognose ROIC og Fri kontantstrøm

Ved beregninger gjort på bakgrunn av utredningen ovenfor, er det nå mulig å prognostisere investert kapital. Beløpene er i mill. kr. Fullstendig prognose finnes i vedlegg 5. Prognosen av ROIC vises i tabellen under.

Tabell 26: Prognose ROIC

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	TV
NOPLAT	900	1 056	890	1 032	1 062	1 095	1 129	1 176	1 225	1 276	1 330	1 384
Investert kapital	7 259	7 055	7 112	7 030	7 179	7 333	7 625	7 932	8 253	8 586	8 933	9 295
ROIC	12,40%	14,97%	12,52%	14,67%	14,79%	14,93%	14,81%	14,83%	14,85%	14,86%	14,88%	14,89%

Tabellen viser at NOPLAT og investert kapital øker noe ekspansivt frem mot terminalverdien. Hovedgrunnen til dette er forventet volumøkning av pakker, dette øker NOPLAT. For å imøtekomme økt pakkevolum, har Posten Norge igangsatt utbedring og nybygg av en rekke terminaler, og dette øker investert kapital. Det er mulig prognosen er noe optimistisk, men dette vil jeg ta høyde for i verdivurderingen. ROIC flater ut i "steady state" på 14,9%.

Beregning av fri kontantstrøm (FCF) vises i tabellen under. Formelen er slik:

$$FCF = NOPLAT + \text{Avskrivninger} - \Delta AK - CapEx$$

Tabell 27: Prognose fri kontantstrøm (Mill. kr)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	TV
EBITA	1283	1496	1261	1461	1504	1551	1600	1666	1735	1807	1883	1961
Skattekostnad	383	440	371	430	442	456	470	490	510	531	554	576
NOPLAT	900	1056	890	1032	1062	1095	1129	1176	1225	1276	1330	1384
Avskrivninger	790	714	714	544	555	567	578	591	604	617	631	646
Brutto kontantstrøm	1 690	1 770	1 604	1 576	1 617	1 661	1 708	1 767	1 829	1 893	1 961	2 030
Endringer i arbeidskapital	-7	(37)	9	4	(1)	(1)	130	135	141	148	154	161
CapEx	836	545	762	460	706	724	742	765	784	805	826	848
Brutto investeringer	829	508	770	464	705	722	871	900	926	952	980	1 009
FCF	861	1 262	834	1112	912	939	836	867	904	941	981	1 021

I prognosen er noe av den økte investeringen et resultat av en positiv utvikling i arbeidskapitalen. Dette resulterer i at den frie kontantstrømmen synker frem mot 2020, for så å øke igjen.

8 Verdiberegning

I dette kapitlet vil jeg finne den fundamentale verdien til Posten Norge AS. Verdien av selskapet beregnes ved å diskonteres den frie kontantstrømmen og terminalverdien, mot avkastningskravet WACC. Videre beregnes verdien på egenkapitalen ved å legge til selskapets finansielle eiendeler, og trekke fra den finansielle gjelden. For å kvalitetsikre verdierestimatet vil jeg benytte meg av relativ verdivurdering og sensitivitetsanalyser.

8.1 Diskontert fri kontantstrøm og terminalverdi

For å estimere verdien av den frie kontantstrømmen, diskonterer jeg periodens frie kontantstrøm mot periodens representative WACC. Summert vil dette reflektere nåverdien av kontantstrømmen. Formelen defineres som:

$$NV = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Kontantstrøm}_t}{(1 + WACC)^t}$$

Tabell 28: Diskontert FCF (Mill. kr)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
FCF	1 262	834	1 112	912	939	836	867	904	941	981
(1+WACC) ^t	1,06	1,12	1,18	1,24	1,31	1,39	1,47	1,55	1,64	1,73
Nåverdi FCF	1 195	747	944	733	714	602	591	583	575	568

Tabellen viser nåverdien av den frie kontantstrømmen. I hver periode er den frie kontantstrømmen diskontert mot $(1+WACC)^t$, hvor t representerer årene, der 2015 = 1, 2016 = 2, osv.

Summert er nåverdien av prognosens frie kontantstrøm lik 7 251 mill. kr.

Neste steg innebærer å estimere terminalverdien, og diskontere denne. Terminalverdien beregnes slik:

$$TV_t = \frac{NOPLAT_{t+1} \left(1 - \frac{g}{RONIC}\right)}{WACC - g}$$

I terminalverdiens NOPLAT forutsetter jeg at veksten er lik 2,3%, basert på forventet driftsinntekter. Jeg forutsetter videre at $RONIC = ROIC$, og setter dermed $ROIC$ lik 14,9 %.

$$TV_{2024} = \frac{1384 \left(1 - \frac{2,3\%}{14,9\%}\right)}{5,62\% - 2,3\%} = 35\,252 \text{ mill. kr.}$$

For å diskontere terminalverdien til nåverdi benyttes formelen:

$$NV = \frac{TV_t}{(1 + WACC)^t}$$

$$NV = \frac{35\,252}{1,73} = 20\,377 \text{ mill. kr.}$$

Nåverdien av terminalverdien er beregnet til 20 377 mill. kr

8.2 Egenkapitalverdi

For å beregne verdien av egenkapitalen, summerer jeg nåverdien av den frie kontantstrømmen og terminalverdien, med verdien av de ikke-operative eiendelene, og trekker fra den finansielle gjelden. Fullstendig beregning av verdien på de ikke-operative eiendelene og den finansielle gjelden finnes i vedlegg 6. Egenkapitalverdien vises i tabellen under.

Tabell 29: Egenkapitalverdi

Nåverdi fri kontantstrøm	7 254 000 000
+ Nåverdi terminalverdi	20 377 000 000
+ Ikke-operative eiendeler	3 885 000 000
Selskapsverdi	31 516 000 000
- Finansiell gjeld	4 768 000 000
Egenkapitalverdi	26 748 000 000

Dette impliserer at egenkapitalverdien til Posten Norge beløper seg til 26 748 mill. kr.

8.3 Relativ verdsettelse

For å gjøre en rimelighetsvurdering av den estimerte verdien, vil jeg bruke en relativ verdsettelsesmetode basert på multipler. I motsetning til metoden for diskontert fri kontantstrøm, legger man mye mer vekt på markedet i en relativ verdsettelse. Derfor gir denne tilnærmingen vanligvis en bred spredning av resultater, og er derfor høyst diskutabel.

To multipler som ofte blir brukt til relativ verdivurdering er pris/inntjening (P/E) og pris/bokverdi (P/B) (Damodaran, 2002:17). Disse multiplene er basert på markedsprisen til selskapet, og måler aksjeprisen relativt til inntektene og bokverdien. Posten Norge er ikke børsnotert, og derfor er ikke disse multiplene relevant. Av denne grunn vil ikke P/E og P/B benyttes i denne relative verdsettelsen.

Koller (2010:314) anbefaler å bruke multipler som måler selskapsverdien relativt til EBITA og EBITDA. Disse multiplene er basert på driftsrelaterte prestasjoner og er uavhengig av kapitalstruktur. Videre mener Koller (2010) at eventuelle forskjeller i de selskapsesifikke

multiplene, kan forklares med at selskapene oppnår forskjellige resultater, eller at multiplene er basert på et inntjeningsestimert som ikke representerer en relevant sammenligning. Av denne grunn bør man unngå å bruke et industrigjennomsnitt som et mål på multipler. En multipel basert på et gjennomsnitt, ignorerer kritiske forskjeller i ROIC og vekstpotensiale for hver enkelt selskap (Koller, 2010:315). Damodaran (2002:19) mener at multipler som måles opp mot et industrigjennomsnitt, kan brukes for en enkel sammenligning. De mest sofistikerte modellene derimot, finner forskjellen i multiplene basert på en regresjonsanalyse, hvor relevante variabler blir identifisert og kontrollert for.

Posten Norge har svært få, eller ingen sammenlignbare selskaper som er direkte relevant for å gjøre en relativ verdsettelse. For eksempel fokuserer DSV og DB Schenker utelukkende på logistikk, mens PostNord er i en omstillingsprosess. Formålet med denne analysen er uansett ikke å finne årsaken til at relevante selskaper har forskjellige verddivurderinger, men vurdere om verdien til Posten Norge er innenfor et rimelighetsområde. Av denne grunn vil jeg bruke en enkel sammenligning, ved å måle multiplene opp mot relevante industrimultipler. Og deretter vil jeg sammenligne multiplene mot selskapene Deutsche Post DHL og Kuehne + Nagel International AG.

Multiplene EV/EBIT og EV/EBITDA er basert på de relevante verdidriverne som ble beregnet i kapittel 3, og kan utledes av formelen:

$$Verdi = \frac{NOPLAT_{t+1} \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{WACC - g}$$

NOPLAT kan deles opp til EBITA og driftsrelatert skatt (T):

$$Verdi = \frac{EBITA_{t+1} (1 - T) \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{WACC - g}$$

Av dette følger:

$$\frac{Verdi}{EBITA_{t+1}} = \frac{(1 - T) \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{WACC - g}$$

Formelen viser at multiplene er basert på de fire faktorene: vekst (g), avkastning på investert kapital (ROIC), driftsrelatert skatt (T), og kostnaden av kapital (WACC).

Tidligere i denne oppgaven benyttet jeg meg av Damodaran sitt datasett for å beregne den selskapsspesifikke beta. Datasettet er også benyttet til å beregne multipler. Damodaran har beregnet en industrigjennomsnittlig selskapsverdi relativt til industrigjennomsnittlig EBIT og EBITDA [60]. Gjennomsnittet ble beregnet 5 januar, 2014.

Tabell 30: Industri EV/EBIT

Per 05.01.2014	Transportindustrien	Posten Norge
EV / EBIT	14,37	21,06
EV / EBITDA	11,15	14,26

Forskjellen på EBIT og EBITDA, er at EBITDA inkluderer avskrivninger og amortisering. Av tabellen ovenfor vises det at Posten Norge sin estimerte selskapsverdi er overvurdert sammenlignet med transportindustrien forøvrig, dette gjelder spesielt for EV/EBIT. Grunnen til den store forskjellen på multiplene til Posten Norge, skyldes høye avskrivninger knyttet til bygninger, og amortisering av immaterielle eiendeler. Posten Norge sine avskrivninger og amortisering utgjør 38% av EBITDA. Til sammenligning utgjør avskrivninger og amortisering til de to logistikkselskapene DSV AS og Kuehne + Nagel International AG henholdsvis 16% og 18% av EBITDA. For DHL, som opererer i både post og logistikkmarkedet, utgjør avskrivninger og amortisering 32% av EBITDA. Siden transportindustrien har stor variasjon knyttet til avskrivninger og amortisering vil jeg se nærmere på multiplen EV/EBITDA.

En beregning gjort av PwC den 30 september 2014, viser at transportindustriens EV/EBITDA forhold var på 10,5 [61]. Relevante selskaper i denne analysen er Kuehne + Nagel International AG og Deutsche Post DHL. Tabell 30 sammenligner disse selskapene med Posten Norge.

Tabell 31: Sammenlignet EV/EBITDA

per 30.09.2014	Posten Norge	Kuehne + Nagel	Deutsche Post
EV / EBITDA	14,26	14,2	9,5
WACC	5,62%	6,62%	7,79%

Kuehne + Nagel International AG er et sveitsisk logistikkselskap, og oppnådde et EV/EBITDA forhold på 14,2 i 2014. Deutsche Post DHL oppnådde et EV/EBITDA forhold på 9,5 i samme periode. Sammenlignet med Deutsche Post DHL er Posten Norge sitt EV/EBITDA forhold ganske høyt, men innenfor et rimelighetsområdet. Sammenlignet med Kuehne + Nagel er multiplene ganske lik. Markedsverdien til Kuehne + Nagel International AG og Deutsche Post DHL, er på henholdsvis 117 543 mill. kr, og 301 246 mill. kr.

Ifølge GuroFocus, har Kuehne + Nagel International AG en WACC på 6,62%, mens Deutsche Post DHL har en WACC på 7,79%. Dette fører isolert sett til at den relative prisingen av disse selskapene blir lavere enn Posten Norge [62] [63].

8.4 Sensitivitetsanalyse

Å verdivurdere et selskap ved hjelp av DCF-modellen innebærer at det blir gjort flere usikre forutsetninger. Av denne grunn er det hensiktsmessig å gjøre en sensitivitetsanalyse på noen av de viktigste verdidriverne i modellen. Verdidriverne WACC, ROIC og veksten, er viktige faktorer som påvirker utfallet fra DCF-modellen. Tabell 28 viser at terminalverdien utgjør en stor del av Posten Norge sin verdi, og denne er sensitiv for endringer i de nevnte faktorene. Ved bruk av sensitivitetsanalyse er det mulig å se hvordan små endringer i verdidriverne vil påvirke egenkapitalverdien, alt annet likt.

8.4.1 Endringer i WACC og vekst

I tabell 31 vises det hvordan egenkapitalverdien endrer seg dersom vekstanslaget og/eller WACC endrer seg med 0,5% i positiv eller negativ retning.

Tabell 32: Sensitivitetsanalyse Vekst og WACC

Mill. kr		WACC						
		4,12%	4,62%	5,12%	5,62%	6,12%	6,62%	7,12%
Vekst	0,80%	33 245	28 543	24 942	22 099	19 799	17 902	16 313
	1,30%	36 816	30 939	26 612	23 297	20 677	18 557	16 807
	1,80%	41 927	34 186	28 786	24 808	21 758	19 347	17 393
	2,30%	49 845	38 831	31 731	26 775	23 122	20 319	18 102
	2,80%	63 762	46 029	35 944	29 440	24 898	21 547	18 974
	3,30%	94 652	58 680	42 473	33 253	27 302	23 144	20 074
	3,80%	222 071	86 759	53 949	39 161	30 743	25 308	21 507

Som tabellen viser gir både endringer i vekst og WACC store utslag. Tabellen viser hvordan endringene resulterer i en selskapsverdi på 16 962 mill. kr for det minst optimistiske scenarioet og en verdi på 222 071 mill. kr i det mest optimistiske. Dette indikerer at verdien på selskapet i stor grad avhenger av hvilke forutsetninger man legger til grunn.

Ved å studere tabellen ser man at dersom den langsiktige veksten øker fra 0,8% til 3,8%, gir dette en verdiøkning på 17 062 mill. kr for en WACC på 5,62%, og en verdiøkning på 5 196 mill. kr for en WACC på 7,12%.

Ved å redusere WACC fra 7,12% til 4,12%, gir dette en verdiøkning på 31 744 mil. kr for en langsiktig vekst på 2,3%, og en verdiøkning på 16 933 mill. kr for en langsiktig vekst på 0,8%.

Dette indikerer at verdien på selskapet er mer følsom for endringer i WACC enn endringer i den langsiktige veksten.

8.4.2 Endringer i WACC og ROIC

I denne sensitivitetsanalysen vil jeg se på hvordan egenkapitalverdien endrer seg når WACC og/eller ROIC endrer seg med 1% i positiv eller negativ retning.

Tabell 33: Sensitivitetsanalyse ROIC og WACC

Mill. Kr		WACC					
		3,62%	4,62%	5,62%	6,12%	7,62%	8,62%
ROIC	11,90%	66363	37353	25836	22344	15818	13 195
	12,90%	67 464	37 922	26 198	22 644	16 005	13 339
	13,90%	68 406	38 409	26 507	22 900	16 165	13 462
	14,90%	69 222	38 831	26 775	23 122	16 304	13 568
	15,90%	69 935	39 200	27 010	23 317	16 425	13 661
	16,90%	70 564	39 525	27 216	23 488	16 532	13 743
	17,90%	71 123	39 814	27 400	23 640	16 626	13 816

Tabellen viser at en økning i ROIC fra 11,9% til 17,9%, gir en verdiøkning på 1564 mill. kr med en WACC på 5,62%, og en verdiøkning på 485 mill. kr for en WACC på 7,62%. Dette viser at egenkapitalverdien er mindre følsom for endringer i ROIC.

Sensitivitetsanalysene viser at WACC er den mest kritiske faktoren for verdiberegningen. En reduksjon i WACC på 0,5% vil øke egenkapitalverdien med 4956 mill. kr, mens en økning i WACC på 0,5% vil redusere egenkapitalverdien med 3 653 mill. kr.

8.5 Illikviditetsrabatt

Når et privat selskap skal verdivurderes, vil potensielle kjøpere ofte kreve en rabatt. Årsaken til dette er at kjøperne mener selskapet er illikvid, og de risikerer å ikke komme seg ut av posisjonen. Illikviditetsrabatten som kreves, vil variere både med tanke på hvilket selskap det

gjelder, og med tanke på hvem som skal kjøpe. Damodaran (2002:678) peker på fire faktorer som kan endre rabatten.

Den første faktoren er spørsmålet om selskapets eiendelene er likvid i seg selv. I regnskapsanalysen viste det seg at Posten Norge underpresterer noe på likviditetsgrad 2, uten at det burde gi store konsekvenser. Den andre faktoren tilsier at en positiv kontantstrøm skal medføre mindre rabatt. Posten Norge har god omsetning, og positive kontantstrømmer. Dette gjør selskapet mer lønnsomt og mer likvid. Den tredje faktoren handler om sannsynligheten for at selskapet skal børsnoteres i den nærmeste fremtid. Jo større sannsynlighet det er for at selskapet skal børsnoteres, desto mindre vil rabatten bli. Den fjerde faktoren gjelder størrelsen på selskapet. Store selskaper har mindre likviditetsrabatt enn små selskaper.

Posten Norge er både et stort selskap, og det er stor sjanse for en børsnotering. I tillegg kan regnskapet vise til god lønnsomhet og flere likvide midler. Av denne grunn vil jeg ikke legge inn en illikviditetsrabatt på verdien til selskapet.

8.6 Oppsummering verdiberegning

Ved bruk av DFC-modellen viste det seg at egenkapitalverdien til Posten Norge er på 26 748 mill. kr. Terminalverdien utgjør 65% av selskapsverdien Dette er høyt, og indikerer at selskapsverdien er sensitiv for endringer i verdidriverne. Sensitivitetsanalyser viste det at egenkapitalverdien er mest følsom for endringer i WACC.

Den relative verdsettelsen viste at Posten Norge er noe høyere verdivurdert enn sine sammenlignbare konkurrenter i utlandet. Dersom lik WACC legges til grunn ved verdiberegningen, er forskjellen hovedsakelig basert på at Posten Norge har en større vekstfaktor. Posten Norge har en særegen vekst på grunn av økende e-handel i Norden, og dette slår ut som en forskjell i den relative verdiberegningen. Samtidig er det ikke gitt at transportselskapene har en lik WACC. Ifølge GuroFocus [64], har de relevante sammenlignbare selskapene en høyere WACC, enn det som er lagt til grunn for Posten Norge i denne oppgaven.

9 Konklusjon

Formålet med denne masteroppgaven har vært å analysere Posten Norge AS, med hensikt i å beregne den fundamentale verdien til selskapet. Den fundamentale verdien er beregnet ved hjelp av DFC-modellen og relevante analyser basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Videre har både den fundamentale verdien, og andre finansielle tall, blitt sammenlignet opp mot lignende selskaper, nasjonalt og internasjonalt.

Den fundamentale verdien er basert både på en strategisk, og en regnskapsmessig analyse av selskapet. Analysene har avdekket sentrale drivere som er viktig for verdiskapningen til selskapet. Den strategiske analysen avdekket at Posten Norge AS har strategiske fordeler innen e-handel og stordrift. Spesielt e-handel har et betydelig vekstpotensial. Som følge av økt e-handel, og behov for synergieffekter, skal Posten Norge AS gjøre omfattende investeringer knyttet til terminalstruktur. Nøkkeltallanalysen viste at selskapet er lite risikoutsatt, og sammenlignet med øvrig logistikknæring i Norge, har Posten Norge AS en god lønnsomhet.

Ved bruk av modellen for diskontert fri kontantstrøm, ble egenkapitalverdien til Posten Norge beregnet til 26 748 mill. kr. Ved anvendelse av relativ verdivurdering ble estimatet sammenlignet opp mot relevante selskaper, og denne sammenligningen antydte at den fundamentale verdien var noe overestimert. Analyser og undersøkelser forsvare likevel den høye fundamentale verdien på grunn av vekstutsikter, og relativt lav WACC i forhold til sammenlignbare selskaper. Sensitivitetsanalysen avdekket at den fundamentale verdien er svært sensitiv for endringer i den kritiske faktoren WACC.

Andre faktorer som påvirker verdien til selskapet, er forutsetningene som ble lagt til grunn i prognosen av driftsinntekter og driftskostnader. Spesielt er det stor usikkerhet knyttet til antagelsene som ble gjort knyttet til pakker og stykkgoods sine volumvekter, samt antagelsene som omhandler Samferdselsdepartementet sine kjøp av ulønnsomme tjenester. Det er også en risiko knyttet til kryssubsidiering mellom virksomhetene til post og logistikk, noe som eventuelt vil medføre at den fundamentale verdien er overestimert.

Referanseliste

- Baksaas, K. and Hansen, Ø. (2010). *Finansregnskap med analyse*. Oslo: Gyldendal akademisk.
- Baur, D. and McDermott, T. (2010). Is gold a safe heaven? International evidence. *Journal of banking and finance*, 34(8), pp.1886-1898.
- Christensen, S. (2010). IFRS 5 Anleggsmidler holdt for salg og avvirket virksomhet: En standard med flere praktiske utfordringer. *Revisjon og regnskap*, 10, pp.14-19.
- Dahl, G. (2004). Mulige fallgruver ved bruk av konsernregnskap ved verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans*, 02, pp.79-86.
- Dahl, G. and Boye, K. (1996). Cappelen Akademisk Forlag AS.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation*. New York: Wiley.
- DBRS, (2013). *Rating Companies in the North American Trucking Industry*. Toronto.
- Ecommerce Europe, (2014). *Europe B2C E-commerce Report 2014*. Brussel: Ecommerce Europe.
- Eidhammer, O. and Andersen, J. (2009). *Logistikk- og transportindustrien - Utvikling og tjenestetilbud*. 1019/2009. Oslo: Transportøkonomisk Institutt.
- Fjell, K., Hagen, K. and Johansen, G. (2000). *Kryssubsidiering: operasjonaliserbar definisjon og samfunnsøkonomisk ønskelige tiltak*. Rapport 2000:19.
- Fladstad, H. and Tofteland, A. (2006). *Finansregnskap - vurdering og analyse*. 2nd ed. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.
- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans*, 24(2), pp.3-17.
- Hermann, C. (2013). The Liberalisation of European Postal Markets and the Impact on

- Employment and Working Conditions. *Forba*.
- Hoff, K., Pedersen, A. and Sanne, N. (2015). *Grunnleggende regnskap 2 - Analyse av finansregnskapet*. 2nd ed. Oslo: Universitetsforlaget.
- Høst, S. (2014). *Avisåret 2013*. Avisåret. Volda: Høgskulen i Volda.
- Hovde, M. (2015). *Månedrapport om valuta, med vurdering av markedet og konkrete anbefalinger*. Valutarapport. Sparebank 1 Markets.
- Hovi, I. and Hansen, W. (2011). *Rammebetingelser i transport- og logistikkmarkedet: Betydning for kostnadsnivå og konkurransekraft*. 1150/2011. oslo: Transportøkonomisk Institutt.
- Hovi, I., Grønland, S. and Hansen, W. (2011). *Grunnprognoser for godstransport til NTP 2014-2023*. Oslo: Transportøkonomisk institutt.
- Jensen, R., Jordfald, B. and Bråten, M. (2014). *Norsk transport - veien videre*. Fafo.
- Kaldestad, Y. and Møller, B. (2011). Kritisk lys på utarbeidelse av prognoser ved verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans*, 27, pp.57-68.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. and Copeland, T. (2010). *Valuation*. Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons, Inc.
- Kristoffersen, T. (2005). *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring*. 2nd ed. Bergen: Fagbokforlaget.
- Lem, C. (2015). Forventer stabil risikopremie i 2015. *Magma*, 1, pp.10-13.
- Logistikk- og transportindustriens landsforening, (2012). *Logistikknæringen - Kundeverdier og samfunnsverdier*. Oslo: Logistikk og Transportindustriens Landsforening.
- Meld. St. 21, (2012). *Meld. St. 21 - Norsk klimapolitikk*. Oslo: Klima- og miljødepartementet.
- Norges lastebileier-forbund, (2014). *Staten bør avhende sitt eierskap i Bring via Posten Norge*

- AS. Oslo: NLF.
- Norli, Ø. (2011). Praktisk bruk av kapitalverdimodellen. *Praktisk økonomi og finans*, 02, pp.16-21.
- Oslo Economics, (2015). *Statlig kjøp av posttjenester frem mot 2025*. 01. Oslo: Oslo Economics.
- Penman, S. (2010). *Financial statement analysis and security valuation*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Porter, M. (1979). How competitive forces shape strategy. *Harvard business review*, pp.137-145.
- Post- og teletilsynet, (2011). *Det norske postmarkedet 2010*. Post- og teletilsynet.
- PostNord, (2014). *E-handeln i Norden 2014*. PostNord.
- Samferdselsdepartement, (2012). *Meld. St. 18 (2011-2012) - Virksomheten til Posten Norge* AS. Oslo: Samferdselsdepartementet.
- Samferdselsdepartementet, (2008). *St.meld. nr. 12 (2007-2008) - Om verksemda til Posten Norge* AS. Oslo: Samferdselsdepartementet.
- Simonsen, L. (2015). *Utvikling i fraktvolum 2014 - Nøkkeltall 2003-2013 for medlemsbedriftene og utsikter 2015*. NHO Logistikk og Transport.
- Thue, L. and Johannessen, F. (1997). *Alltid underveis*. [Oslo]: Elanders.
- Ulstein, H., Iversen, L. and Grünfeld, L. (2012). *Logistikknæringens samfunnsmessige betydning*. Oslo: Menon Business Economics.
- Virke, (2015). *E-handelsrapport 2015*. Virke.

Internetkilder

- [1] Ekeseth, F.C., 2013. 19000 postansatte kan få nye eiere. Hentet 3. Feb 2015 fra <http://www.dn.no/nyheter/2013/09/19/19000-postansatte-kan-fa-nye-eiere>
- [2] Høring til ny postlov. Hentet 3. Feb 2015 fra <https://www.regjeringen.no/nb/dokumenter/Horing-av-utkast-til-ny-postlov/id2008849/>
- [3] Lean i hele konsernet 2009. Hentet 4. Feb 2015 fra http://www.posten.no/_attachment/20214/binary/39169
- [4] Våre markeder. Hentet 15. Feb 2015 fra <http://www.postennorge.no/om-posten/v%C3%A5re-markeder>
- [5] Dagens Næringsliv: Norges 500 største selskaper 24. Juni 2014. Hentet 4. Mars 2015 fra <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2014/06/24/2148/DN500/her-er-norges-500-storste-selskaper>
- [6] Posten Norge sin utvikling frem mot 2016. Hentet 4. mars. 2015 fra <http://www.postennorge.no/om-posten/strategi>
- [7] Års- og bærekraftsrapport 2013 Hentet 5. mars. 2015 fra <http://www.postennorge.no/aarsrapport-2013/>
- [8] Produkter og tjenester Hentet 9. mars. 2015 fra <http://www.bring.no/hele-bring/produkter-og-tjenester>
- [9] Årsrapport 2012 Hentet 9. mars. 2015 fra <http://www.postennorge.no/aarsrapport-2012>

- [10] Om Bring Dialog Hentet 10. mars. 2015 fra
<http://www.bring.no/Bring-Dialog/Om-Bring-Dialog>
- [11] Kvartal 2014 rapport Hentet 10. mars. 2015 fra
<http://www.postennorge.no/finansiell-informasjon/aars-og-kvartalsrapporter>
- [12] Posten sin konsesjon Hentet 14. mars. 2015 fra
<https://www.regjeringen.no/nb/tema/transport-og-kommunikasjon/post/postens-konsesjon/id440601/>
- [13] Høring av utkast til ny postlov Hentet 14. mars. 2015 fra
<https://www.regjeringen.no/nb/dokumenter/Horing-av-utkast-til-ny-postlov/id2008849/>
- [14] Års og kvartalsrapporter Hentet 21. mars. 2015 fra
<http://www.postennorge.no/finansiell-informasjon/aars-og-kvartalsrapporter>
- [15] Årsrapport 2014 Hentet 29. mars. 2015 fra
<http://www.postennorge.no/aarsrapport-2014/>
- [16] Årsrapport 2008 Hentet 1. April 2015 fra
http://www.postennorge.no/_attachment/13020/binary/28871
- [17] Avtale mellom Posten Norge og Postkom Hentet 2. April 2015 fra
<http://postkom.no/wp-content/uploads/2011/10/Tilpasningsavtalen-til-Hovedavtalen-i-Posten-Norge-AS.pdf>
- [18] Rekordlavt sykefravær Hentet 2. April 2015 fra
<http://www.dn.no/nyheter/politikkSamfunn/2015/03/29/1348/Posten/rekordlavt-sykefravr-i-posten>
- [19] Evry hjemmeside Hentet 13. April 2015 fra

<https://www.evry.no/>

- [20] Høy egenkapital andel i statlige selskaper Hentet 21. April 2015 fra
<http://www.hegnar.no/okonomi/artikkel525346.ece>
- [21] PostNord årsrapport 2012 Hentet 23. April 2015 fra
<http://www.postnord.com/globalassets/global/english/document/reports/annual-reports/2012/postnord-annual-report-2012.pdf>
- [22] Statsobligasjoner månedsgjennomsnitt Hentet 27. April fra
<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- [23] Rente i Norge er de laveste på 200 år Hentet 27. April fra
<http://www.aftenposten.no/okonomi/Rentene-i-Norge-er-de-laveste-pa-200-ar-7902996.html>
- [24] Rentene er kunstig lave Hentet 27. April fra
<http://www.hegnar.no/eiendom/artikkel532134.ece>
- [25] Forventer stabil risikopremie i 2015 Hentet 27. April fra
<http://www.magma.no/forventer-stabil-risikopremie-i-2015>
- [26] Damodaran online Hentet 29. April fra
http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/home.htm
- [27] Damodaran data - beta Hentet 29. April fra
<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/betaEurope13.xls>
- [28] Damodaran data - kapitalstruktur Hentet 3. Mai fra
<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/dbtfundEurope13.xls>
- [29] Postens produktregnskap Hentet 8. Mai fra
<http://www.nkom.no/marked/posttjenester/postens-konsesjon/produktregnskap>

- [30] Rapport CityMail 2010 Hentet 8. Mai fra
https://www.unglobalcompact.org/system/attachments/7813/original/Bring_Citymail_Hallbarhetsredovisning_2010.pdf?1284033062
- [31] Rapport CityMail 2013 Hentet 8. Mai fra
http://issuu.com/bringcitymail/docs/bcm_0322_180x240_h_llbarhetsredovi
- [32] Respons på uadressert reklame Hentet 9. Mai fra
<http://www.statista.com/statistics/325924/responses-to-direct-mail-in-united-kingdom-uk-by-age-group/>
- [33] Netto reklameomsetning for ulike medier Hentet 9. Mai fra
<http://medienorge.uib.no/?cat=statistikk&medium=avis&queryID=362>
- [34] Leveringsplikt på postområdet Hentet 10. Mai fra
https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/sd/vedlegg/post/postrapport_leveringsplikt.pdf
- [35] Sverige sliter med for lav inflasjon Hentet 10. Mai fra
<http://www.aftenposten.no/okonomi/Sverige-sliter-med-for-liten-prisvekst-7965046.html>
- [36] Prisvekst godstransport på vei Hentet 11. Mai fra
<http://ssb.no/tpitralag/>
- [37] Konsumprisindeks Hentet 11. Mai fra
<http://ssb.no/priser-og-prisindekser/statistikker/kpi>
- [38] DNB valutarapport Hentet 11. Mai fra
<https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/markets/analyser-rapporter/engelske/fx-weekly/FX150511.pdf>

- [39] Styringsrente Norges Sentralbank Hentet 11. Mai fra
<http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>
- [40] Historisk rentestatistikk 1820-1999 Hentet 11. Mai fra
http://www.norges-bank.no/Upload/import/publikasjoner/penger_og_kreditt/2000-04/holter.pdf
- [41] Øystein Olsen spår normal rente under 4% Hentet 12. Mai fra
<http://www.dn.no/nyheter/2014/02/14/Makrookonomi/spar-normal-rente-under-fire-prosent>
- [42] Posten kutter i administrasjonen Hentet 12. Mai fra
<http://www.ht.no/incoming/article202215.ece>
- [43] Legger ned postkontoret på Langnes Hentet 14. Mai fra
<http://www.itromso.no/nyheter/article10061934.ece>
- [44] DHL årsrapport Hentet 16. Mai fra
http://www.dpdhl.com/content/dam/dpdhl/Investors/Events/Reporting/2015/ar14/DPD_HL_2014_Annual_Report.pdf
- [45] Nytt logistikksenter på Alnabru i Oslo Hentet 20. Mai fra
<http://www.mynewsdesk.com/no/posten-norge/pressreleases/bygger-fremtidens-logistikksenter-945766>
- [46] Spar opp nye terminaler Hentet 21. Mai fra
<http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2014/07/03/2159/Posten/spar-opp-terminaler>
- [47] DSV årsrapport 2014 Hentet 22. Mai fra
<http://files.shareholder.com/downloads/AMDAR3OLQ/66680107x0x807731/31123336-634e-4eca-9e0e-9211b28fae6c/DSV%202014%20Annual%20Report.pdf>

- [48] Agreement on the European Economic Area Hentet 23. Mai fra
<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1432376820752&uri=URISERV:em0024>
- [49] Sosial dumping i transportbransjen Hentet 23. Mai fra
<http://www.nationen.no/naering/sosial-dumping-i-transportbransjen/>
- [50] Høring - utkast til forskrift om allmennejøring av tariffavtale for godstransport på vei. Hentet 23. Mai fra
<https://www.regjeringen.no/nb/dokumenter/horing--utkast-til-forskrift-om-allmenngjoring-av-tariffavtale-for-godstransport-pa-vei/id2358246/>
- [51] Norges største logistikkterminal Hentet 23. Mai fra
<http://www.dittoslo.no/lokalavisengroruddalen/nyheter-groruddalen/norges-storste-terminal-bygges-i-oslo-1.8234143>
- [52] XXL valgte Bring i Sverige Hentet 23. Mai fra
<http://www.mtlogistikk.no/index.php/it-og-supply-chain/it-supply-artikler/item/2421-xxl-valgte-bring-i-sverige>
- [53] SSB - Befolkning, sysselsetting og utdanning Hentet 24. Mai fra
<http://ssb.no/arbeid-og-lonn/artikler-og-publikasjoner/attachment/221178?ts=14c2bce32e0>
- [54] Stengte tunneler kan koste næringslivet 700 millioner kr. Hentet 24. Mai fra
http://www.budstikka.no/Stengte_tunneler_koster_n_ringslivet_700_millioner-5-55-84284.html
- [55] Internasjonale klimaforhandlinger Hentet 24. Mai fra
<https://www.regjeringen.no/nb/tema/klima-og-miljo/klima/innsiktsartikler-klima/forhandlinger-under-fns-klimakonvensjon-unfccc/id2076640/>
- [56] Kunnskapsgrunnlag for lavutslippsutvikling Hentet 24. Mai fra

<http://www.miljodirektoratet.no/no/Publikasjoner/2014/Oktober-2014/Kunnskapsgrunnlag-for-lavutslippsutvikling/>

- [57] Røffere dager for norsk godstransport Hentet 25. Mai fra
<http://www.arbeidslivet.no/Arbeid1/Arbeidsmarkedet/Roffere-dager-for-norsk-godstransport/>
- [58] Kabotasje Hentet 25. Mai fra
<http://www.vegvesen.no/Kjoretoy/Yrkestransport/Tillatelser/Kabotasje>
- [59] Stengte tunneler Hentet 24. Mai fra
<http://nholt.no/getfile.php/Filer/pdf/Flyer%20rehabiliteringsprosjektet.pdf>
- [60] Multipler Hentet. 28. Mai fra
<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/vebitdaEurope13.xls>
- [61] PwC Transportation & Logistics valuation Hentet 28. Mai fra
<http://www.pwc.com/us/en/audit-assuranceservices/valuation/publications/assets/pwc-ts-valuation-transportation-and-logistics-q3-2014.pdf>
- [62] WACC - Kühne & Nagel International AG Hentet 28. Mai fra
<http://www.gurufocus.com/stock/KHNGF>
- [63] WACC - Deutsche Post DHL Hentet 28. Mai fra
<http://www.gurufocus.com/stock/DPSGY>
- [64] GuruFocus Hentet 28. Mai fra
<http://www.gurufocus.com/>

Vedlegg

Vedlegg 1: Fullstendig omgruppert balanse (Mill. kr)

År	2012	2013	2014
Driftsrelaterte eiendeler:			
Driftsrelaterte omløpsmidler:			
Varebeholdninger	34	28	24
Rentefrie kortsiktige fordringer	3,459	3,657	4,058
Kundefordringer (etter avsetning for tap)	2,468	2,626	2,842
Fordringer på ansatte	4	4	12
Forskuddsbetalte kostnader	209	237	220
Øvrige fordringer	778	790	984
Eiendeler holdt for salg	15	6	
Driftsrelaterte kontanter	236	152	103
Sum driftsrelaterte omløpsmidler	3,744	3,843	4,185
Driftsrelatert kortsiktig gjeld:			
Lønnsavsetninger og offentlige avgifter	1,953	1,982	1,960
Leverandørgjeld	1,224	981	1,221
Annen rentefri kortsiktig gjeld	1,194	1,554	1,685
Avsetning på løpte kostnader	636	665	900
Forskuddsbetalte inntekter	358	297	356
Øvrig gjeld	200	592	429
Sum driftsrelatert kortsiktig gjeld	4,371	4,517	4,866
Driftsrelatert arbeidskapital	(627)	(674)	(681)

Driftsrelaterte anleggsmidler:						
Immaterielle eiendeler		3,136		2,973		2,720
IT - utv. varemerke mv	695		539		340	
Prosjekter under utførelse	130		103		227	
Goodwill	2,311		2,331		2,153	
Varige driftsmidler		4,178		4,615		4,914
Investeringer i tilknyttede selskaper		31		357		369
Sum driftsrelaterte anleggsmidler		7,345		7,945		8,003
Driftsrelatert langsiktig gjeld:						
Rentefri langsiktig gjeld		1		61		63
Sum driftsrelatert langsiktig gjeld		1		61		63
Netto anleggsmidler		7,344		7,884		7,940
Investert kapital		6,717		7,210		7,259
Finansielle eiendeler:						
Finansielle anleggsmidler						
Rentebærende langsiktige fordringer		2		7		7
Andre finansielle anleggsmidler		25		45		105
Avviklet virksomhet		1,520		1,494		
Sum finansielle anleggsmidler		1,547		1,546		112
Finansielle omløpsmidler:						

Rentebærende kortsiktige fordringer		292		224		175
Utsatt skattefordel		446		477		420
Likvide midler		1,860		1,710		1,995
Bank/kontanter	660		174		416	
Kortsiktige plasseringer	1,200		1,536		1,579	
Avviklet virksomhet holdt for salg						1,512
Sum finansielle omløpsmidler		2,598		2,411		4,102
Finansielle eiendeler		4,145		3,957		4,214
Totalt investert kapital		10,862		11,167		11,473
Egenkapital:						
Aksjekapital		3,120		3,120		3,120
Overkurs		992		992		992
Annen egenkapital		1,631		2,004		2,124
Andre reserver		(37)		(33)		(31)
Minoritetsinteresser		(3)		(1)		(1)
Sum egenkapital		5,703		6,081		6,205
Finansiell gjeld:						
Langsiktig finansiell gjeld						
Rentebærende langsiktig gjeld		1,870		1,973		1,904
Langsiktig gjeld med fastrente	1,398		1,248		711	
Langsiktig gjeld med flytende rente	471		725		1,194	

Pensjonsforpliktelser		1,038		1,073		1,152
Avsetning for forpliktelser		547		559		397
Restrukturering	355		252		128	
Ventelønn	32		25		19	
Andre forpliktelser	160		283		250	
Sum langsiktig finansiell gjeld		3,455		3,605		3,453
<i>Kortsiktig finansiell gjeld:</i>						
Rentebærende kortsiktig gjeld:		1,339		1,232		1,626
1. års avdrag of forfall hovedstol langsiktig gjeld	400		100		100	
1. års avdrag forpliktelser finansiell lease	27		15		13	
Sertifikatlån	800		950		1,500	
Annen kortsiktig gjeld	112		167		13	
Betalbar skatt		358		249		189
Gjeld holdt for salg		7				
Sum kortsiktig finansiell gjeld		1,704		1,481		1,815
Total finansiell gjeld		5,159		5,086		5,268
Total investert kapital		10,862		11,167		11,473

Vedlegg 2: Skatt på finansielt resultat

År	2012	2013	2014
<u>Finansinntekter:</u>			
Renteinntekter inkl. verdistigning på korte markedsplasseringer	92	128	67
Valutakursgevinster	107	199	175
Gevinster på derivater	1		48
Gevinster på "virkelig verdi over resultat" objekter	207	120	61
Andre finansinntekter	3	3	3
Forventet avkastning på pensjonsmidler	26	33	37
Sum finansinntekter	436	483	391
<u>Finanskostnader:</u>			
Rentekostnader på finansielle leieavtaler	5	4	3
Andre rentekostnader (inkl. rentekost på pensjonsforpl)	140	145	132
Valutakurstap	125	162	158
Tap på derivater	1	12	78
Tap på "virkelig verdi over resultat" objekter	207	120	61
Andre finanskostnader	18	29	45
Sum finanskostnader	496	472	477
Finansielt resultat	(60)	11	(86)
Skatt på finansresultat	(16)	3	(23)

Vedlegg 3: Fordeling andre driftskostnader

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Andre driftskostnader	4236	4172	3874	3712	3840	3907
% av omsetningen	18.73%	18.58%	16.86%	16.19%	16.30%	16.01%
Endring		-0.15%	-1.73%	-0.67%	0.11%	-0.29%
<i>Fordeling kostnader:</i>						
Kostnader lokaler	1436	1369	1293	1222	1247	1165
% av DI	6.35%	6.10%	5.63%	5.33%	5.29%	4.77%
Andre leiekostnader	349	344	373	410	399	372
% av DI	1.54%	1.53%	1.62%	1.79%	1.69%	1.52%
Verktøy, inventar, driftsmateriell	142	128	137	126	130	124
% av DI	0.63%	0.57%	0.60%	0.55%	0.55%	0.51%
Reparasjon og vedlikehold	105	113	106	96	102	112
% av DI	0.46%	0.50%	0.46%	0.42%	0.43%	0.46%
Regnskaps- og lønns tjenester	117	99	54	46	48	46
% av DI	0.52%	0.44%	0.23%	0.20%	0.20%	0.19%
IT-tjenester	857	838	776	760	843	828
% av DI	3.79%	3.73%	3.38%	3.32%	3.58%	3.39%
Andre fremmede tjenester	366	417	418	395	361	382
% av DI	1.62%	1.86%	1.82%	1.72%	1.53%	1.57%
Tele og portokostnader	100	97	94	89	92	176
% av DI	0.44%	0.43%	0.41%	0.39%	0.39%	0.72%
Reisekostnader	156	159	164	158	169	177
% av DI	0.69%	0.71%	0.71%	0.69%	0.72%	0.73%
Markedsføring	176	158	166	157	134	123

% av DI	0.78%	0.70%	0.72%	0.68%	0.57%	0.50%
Forsikring, garanti, erstatning	82	86	71	58	86	85
% av DI	0.36%	0.38%	0.31%	0.25%	0.37%	0.35%
Øvrige kostnader	350	364	222	195	229	317
% av DI	1.55%	1.62%	0.97%	0.85%	0.97%	1.30%

Vedlegg 4: Prognose NOPLAT

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	TV
Postinntekter	9 376	9 349	9 329	9 311	9 296	9 282	9 271	9 282	9 294	9 308	9 324	9 341
Logistikkinntekter	15 028	14 983	15 118	15 435	15 945	16 471	17 014	17 576	18 156	18 755	19 374	20 013
Sum driftsinntekter	24 404	24 332	24 447	24 747	25 240	25 753	26 285	26 857	27 450	28 063	28 697	29 354
Vare og tjenestekostnader	9 174	8 990	9 071	9 261	9 567	9 882	10 209	10 545	10 893	11 253	11 624	12 008
Justerte lønnskostnader	9 258	9 239	9 490	9 521	9 576	9 633	9 693	9 758	9 825	9 895	9 967	10 043
Andre driftskostnader	3 907	3 893	3 912	3 959	4 038	4 120	4 206	4 297	4 392	4 490	4 592	4 697
Sum driftskostnader	22 331	22 122	22 472	22 741	23 181	23 636	24 107	24 601	25 110	25 638	26 183	26 748
Inntekt på investering	8											
EBITDA	2 073	2 210	1 975	2 006	2 060	2 117	2 178	2 257	2 339	2 425	2 515	2 607
Avskrivning	790	714	714	544	555	567	578	591	604	617	631	646
EBITA	1 283	1 496	1 261	1 461	1 504	1 551	1 600	1 666	1 735	1 807	1 883	1 961
Driftsrelatert skatt	383	440	371	430	442	456	470	490	510	531	554	576
NOPLAT	900	1 056	890	1 032	1 062	1 095	1 129	1 176	1 225	1 276	1 330	1 384

Vedlegg 5: Prognose investert kapital

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	TV
<i>Driftsrelaterte eiendeler:</i>												
Driftsrelaterte omløpsmidler	4,185	4,149	4,180	4,244	4,341	4,442	4,547	4,660	4,776	4,897	5,022	5,152
Driftsrelatert kortsiktig gjeld	4,866	4,866	4,889	4,949	5,048	5,151	5,126	5,103	5,078	5,051	5,022	4,990
Driftsrelatert arbeidskapital	(681)	(718)	(709)	(705)	(707)	(708)	(578)	(443)	(302)	(154)	0	161
Immaterielle eiendeler	2,720	2,550	2,550	2,380	2,380	2,380	2,380	2,380	2,380	2,380	2,380	2,380
Varige driftsmidler	4,914	4,915	4,963	5,048	5,200	5,357	5,520	5,694	5,874	6,062	6,256	6,458
Investering tilknyttede selskaper	369	369	369	369	369	369	369	369	369	369	369	369
Driftsrelatert langsiktig gjeld	63	61	61	62	63	64	66	67	69	70	72	73
Netto anleggsmidler	7,940	7,773	7,821	7,735	7,885	8,041	8,203	8,376	8,555	8,740	8,933	9,134
Investert kapital	7,259	7,055	7,112	7,030	7,179	7,333	7,625	7,932	8,253	8,586	8,933	9,295

Vedlegg 6: Fordeling ikke-operative eiendeler og gjeld

<u>Ikke-operative eiendeler:</u>		<i>Skatt:</i>	<i>Korrigert:</i>
Likvide midler	1 995		1 995
EVRY	1 512		1 512
Underskudd til fremføring	338	27%	91
Rentebærende fordringer	175		175
Andre finansielle anleggsmidler	112		112
Sum ikke-operative eiendeler			3 885
<u>Finansiell gjeld</u>			
Rentebærende langsiktig gjeld	1 904		1 904
Rentebærende kortsiktig gjeld	1 626		1 626
Pensjonsforpliktelser	1 152	73%	841
Avsetning for forpliktelser	397		397
Sum finansiell gjeld			4 768