

**Bacheloroppgave 2017-05-15 Bachelorstudium i Økonomi og administrasjon/Facility  
management, Handelshøyskolen ved HiOA**

# **BIKBOK**

**Hva er verdien av Bik Bok AS per 31.12.2016?**

Av Lena Markholm (617)

Veileder: Line Christoffersen

## Sammendrag

Formålet med oppgaven er å sette en verdi på det norske selskapet Bik Bok AS, som er en del av konsernet Varner Gruppen AS. I og med at selskapet ikke er børsnotert er det ingen registrert markedsverdi på selskapet, og det må ulike analyser til for å komme frem til et verdiestimat.

For å svare på problemstilling har jeg brukt kontantstrømmodellen, nærmere bestemt total kapitalmodellen og multippelanalyse. Kontantstrømmodellen kommer frem av strategiske analyser, hvor jeg har brukt både eksterne og interne analyser. De eksterne analysene tar for seg konkurransen i markedet og hvilke makroøkonomiske faktorer som påvirker bransjen, og den interne analysen har jeg rettet mot selskapets strategier og hvilke som fungerer som konkurransefortrinn. For å danne et bilde av hvordan selskapet står økonomisk har jeg gjennomført en regnskapsanalyse, og jeg har i tillegg utført prognoser for fremtiden. Den dataen jeg har samlet fra disse analysene er brukt til å estimere en kontantstrøm og til slutt fastsette en verdi på kapitalen til Bik Bok AS.

Ved bruk av kontantstrømmodellen og total kapitalmodellen kom jeg frem til en verdi på Bik Bok AS pr. 31.12.2016 til å være 1 645 844 000 NOK. Multippelanalysen ga meg en noe høyere verdi, men på grunnlag av usikkerheten som ligger bak denne metoden valgte jeg å forkaste denne til fordel for total kapitalmodell-verdien.

For å vurdere relabiliteten til den estimerte verdien brukte jeg sensitivitetsanalyse på beta, evig vekstrate og driftsmargin. Det ligger mye usikkerhet bak disse tallene, noe som sensitivitetsanalysen bekrefter.

Oppgaven og verdiestimatet er basert på antagelser og forutsetninger, hvor det ligger stor usikkerhet. Det kan føre til avvik mellom den estimerte verdien i denne oppgaven og Bik Bok AS' virkelige verdi. Verdien som kommer ut av denne oppgaven er derfor kun et estimat og kan ikke sees på som den virkelige og reelle verdien av Bik Bok AS.

## Forord

Denne oppgaven er skrevet som en avslutning på det som ble en fireårig bachelorutdanning i økonomi og administrasjon ved Høgskolen i Oslo og Akershus. Det er en oppgave basert på fag fra alle de tre årene med undervisning, men med vekt på valgfaget verdsettelse fra andre studieår.

Motivet for valg av oppgave er en blanding av interesse for verdivurdering etter endt verdsettelseskurs, og tidsbruk som følge av personlige grunner. Planen var en annen, men for å se et lys i enden av tunnelen ble verdivurdering min utvei. Valg av bedrift var enkelt, da jeg allerede har utført verdivurdering av en sportsbutikk, og Bik Bok er en butikk jeg selv sverger til. Det er også en godt kjent kjede, og derfor tenkte jeg det var morsomt å dykke litt dypere i deres bedrift.

Jeg har gjort alt på egenhånd, da jeg grunnet sykdom i nær familie kom veldig sent i gang med oppgaven, og ikke fikk byttet veileder. Det har vært krevende, og jeg har brukt tidligere bacheloroppgaver som en type veileder, samt eksamensoppgaven fra verdsettelsesfaget. Alt i alt har det har gått greit, og jeg er veldig stolt av meg selv, som har klart å gjennomføre denne oppgaven med alt som har foregått på hjemmebane. Heldigvis har jeg fått god støtte fra både tidligere studievenninner, kjæreste og min kjære mamma.

Oslo, 15.05.17

Lena Markholm

# Innholdsfortegnelse

<b>SAMMENDRAG</b> .....	<b>2</b>
<b>FORORD</b> .....	<b>3</b>
<b>1. INNLEDNING</b> .....	<b>6</b>
1.1 FORMÅL OG PROBLEMSTILLING .....	6
1.2 STRUKTUR .....	6
1.3 PRESENTASJON AV SELSKAPET OG BRANSJEN .....	6
<b>2. VERDSETTELSESMODELLER</b> .....	<b>7</b>
2.1 KONTANTSTRØMMODELLEN/DCF-MODELLEN .....	7
2.2 MULTIPLER.....	8
2.3 METODEVALG .....	8
<b>3. STRATEGISKE ANALYSER</b> .....	<b>9</b>
3.1 PESTEL-ANALYSE .....	10
3.1.1 Politiske og juridiske forhold .....	10
3.1.2 Økonomiske forhold.....	10
3.1.3 Sosiokulturelle forhold .....	11
3.1.4 Teknologiske forhold .....	12
3.1.5 Miljømessige forhold .....	12
3.1.6 Konklusjon .....	13
3.2 PORTERS FIVE FORCES.....	14
3.2.1 Konkurrenter .....	14
3.2.2 Nye aktører.....	15
3.2.3 Kunder .....	16
3.2.4 Leverandører .....	17
3.2.5 Substitutter.....	18
3.2.6 Konklusjon.....	19
3.3 SVIMA-ANALYSE .....	19
3.3.1 Finansielle ressurser .....	20
3.3.2 Menneskelige ressurser .....	21
3.3.3 Organisatoriske/relasjonsbaserte ressurser.....	21
3.3.4 Fysiske/teknologiske ressurser .....	22
3.3.5 Konklusjon.....	22
3.4 SWOT .....	23
<b>4. REGNSKAPSANALYSE</b> .....	<b>24</b>
4.1 LØNNSOMHET.....	24
4.1.1 Bruttofortjenestemargin .....	24
4.1.2 Driftsmargin .....	25
4.1.3 Egenkapital- og totalkapitalrentabilitet .....	25
4.2 LIKVIDITET .....	26
4.2.1 Arbeidskapital.....	27
4.3 SOLIDITET.....	27
<b>5. ESTIMERING AV KONTANTSTRØMMER</b> .....	<b>28</b>
5.1 PROGNOSE FOR VEKST .....	28
5.2 VAREKOSTNADER .....	28
5.3 LØNSKOSTNADER .....	29
5.4 DRIFTSMARGIN.....	29
5.5 ANDRE DRIFTSKOSTNADER .....	30
5.6 ESTIMERT KONTANTSTRØM .....	30

<b>6. AVKASTNINGSKRAV</b> .....	<b>31</b>
6.1 BETA .....	31
6.2 RISIKOFRI RENTE .....	32
6.3 MARKEDSPREMIE .....	32
6.4 EGENKAPITALANDEL OG GJELDSANDEL .....	33
6.5 KREDITTRISIKOPREMIE .....	34
6.6 AVKASTNINGSKRAV TIL TOTALKAPITAL (WACC).....	34
<b>7. VERDSETTELSE</b> .....	<b>35</b>
7.1 TOTALKAPITALMODELLEN .....	35
7.2 VERDSETTELSE VED BRUK AV MULTIPLIKATOR .....	36
<b>8. SENSITIVITETSANALYSE</b> .....	<b>37</b>
8.1 VEKSTRATE .....	38
8.2 BETA.....	38
8.3 DRIFTSMARGIN.....	39
8.4 KONKLUSJON .....	40
<b>9. KONKLUSJON</b> .....	<b>40</b>
<b>VEDLEGG 1: HERFINDAHL-INDEKS</b> .....	<b>42</b>
<b>VEDLEGG 2: TIDLIGERE KONTANTSTRØMMER</b> .....	<b>43</b>
<b>VEDLEGG 3: UTREGNING AV BETAVERDI</b> .....	<b>44</b>
<b>VEDLEGG 4: KREDITTRATING</b> .....	<b>45</b>
<b>KILDER</b> .....	<b>46</b>
BØKER .....	46
INTERNETT .....	46
ANNET .....	49

# 1. Innledning

## 1.1 Formål og problemstilling

Formålet med oppgaven er å finne et verdiesestimert på Bik Bok AS gjennom å bruke ulike verdsettelsesmodeller og strategiske analyser. Som følge av at bedriften ikke er børsnotert, er det ingen kjent markedsverdi på Bik Bok AS. De er en godt etablert bedrift med ti års regnskapshistorikk, som gjør det mulig å estimere seg frem til en troverdig verdi, men som alle andre prognoser ligger det alltid en usikkerhet i bakgrunn. Jeg ønsker derfor å estimere et anslag på verdien, og problemstillingen som skal besvares lyder som følger:

*“Hva er verdien av Bik Bok AS per 31.12.2016?”*

## 1.2 Struktur

Oppgaven er delt inn i kapitler, og rekkefølgen er naturlig etter hvordan verdsettelsen gjennomføres. Kapittel 1 presenterer formål, problemstilling, struktur og presentasjon av selskapet. I kapittel 2 presenteres verdsettelsesmodellene som brukes i oppgaven og begrunnelse av metodevalg. Kapittel 3 tar for seg de strategiske analysene PESTEL, Porters five, SVIMA og VRIO, og i kapittel 4 følger regnskapsanalysen. Disse legger grunnlag for estimering av kontantstrømmen i kapittel 5.

For å beregne verdi av selskapet trengs det et avkastningskrav, som utarbeides i kapittel 6. Deretter følger selve verdsettelsen i kapittel 7, ved hjelp av både total kapitalmodellen og multipler. I og med at det er en oppgave basert på forutsetninger, avdekker jeg hvordan ulike endringer i variabler kan påvirke selskapets verdi, gjennom en sensitivitetsanalyse på kritiske faktorer, som kommer i kapittel 8. Etter analyser og beregninger kommer en konklusjon og avslutning av oppgaven i kapittel 9.

## 1.3 Presentasjon av selskapet og bransjen

Denne oppgaven er basert på Bik Bok AS i Norge, og det er tall og informasjon basert på det norske markedet jeg har tatt hensyn til. Bik Bok AS Norge er i hovedsak fysiske butikker, men de er også en del av nettbutikken som når ut til hele verden. Bik Bok AS ble startet av to nordmenn i 1973 med en intensjon om å skape et moteriktig jeansmerke for unge jenter. Det eskalerte fort til å bli en hel kolleksjon, og fra første butikk ble åpnet i Oslo i 1978 har det kommet over 200 butikker i både Norge, Sverige, Finland, Danmark og Østerrike, og

nettbutikk i Tyskland. I 1991 ble Bik Bok AS kjøpt opp av Varner Gruppen AS, som er en retail-bedrift.

Selskapet har siden 2006 vært i kontinuerlig vekst, sett bort ifra 2008 og 2009 som kan forklares av finanskrisen, og i 2014 som kan ha bakgrunn i oljekrisen. Den gjennomsnittlige veksten frem til og med 2015 ligger på 6 %, og i 2015 omsatte de for over 900 millioner kroner.

De operer innenfor klesbransjen, som er en konsentrert og tøff bransje med mange konkurrenter. Målgruppen til Bik Bok AS er trendbevisste jenter i ungdomsalder. De skaper sine egne kolleksjoner, basert på eget design. Fra Virkes rapport om Kleskjedene fra 2015 har Bik Bok AS 2,5% markedsandeler.

## 2. Verdsettelsesmodeller

Det finnes mange ulike verdsettelsesmetoder; inntjeningsbasert, markedsbasert, balansebasert, kostbasert og opsjonsbasert. Det er dog inntjeningsbasert og markedsbasert tilnærming som oftest benyttes i praksis. Det er også disse to modellene jeg har valgt å ta for meg i verdivurderingen av Bik Bok AS.

Den inntjeningsbaserte tilnærmingen gir oss nåverdien av fremtidige kontantstrømmer (DCF-modellen), mens den markedsbaserte baserer verdien på sammenlignbare selskaper ved hjelp av ulike multipler.

### 2.1 Kontantstrømmmodellen/DCF-modellen

Kontantstrømmmodellen tar utgangspunkt i historiske tall og prognoser for fremtiden. Den kan deles inn i to ulike modeller: total kapital- og egen kapitalmodellen.

Modellene tar utgangspunkt i hvilke kontantstrømmer et selskap kan forventes å generere fremover. Verdien av selskapet er nåverdien av forventede fremtidige kontantstrømmer (Kaldestad og Møller, 2015; 29). Det vanligste er å estimere kontantstrømmer 5 – 10 år frem i tid, for så å diskontere verdien tilbake til dagens verdi ved hjelp av et avkastningskrav. Forskjellen på modellene kommer frem i måten verdien neddiskonteres. Mens

total kapitalmodellen estimerer kontantstrømmer til total kapitalen og neddiskonterer verdien med total kapitalkostnaden (WACC), estimerer egen kapitalmodellen kontantstrømmene direkte til egen kapitalen og neddiskonterer med egen kapitalens avkastningskrav.

De to modellene skal gi samme verdi, forskjellen ligger i hvordan skatten blir behandlet. I total kapitalmodellen blir den regnet med i WACC, mens i egen kapitalmodellen tas den med i kontantstrømmene.

## 2.2 Multipler

En verdivurdering ved hjelp av multipler utføres ved å ta utgangspunkt i ulike verdier i resultatoppstillingen eller i balansen og så multiplisere med en faktor fra et eller flere sammenlignbare selskaper. De multiplene som er vanlig å benytte er P/E, P/B, EV/EBITDA og EV/SALG. Her brukes henholdsvis resultat etter skatt, egen kapitalverdien, EBITDA (Earnings before interest, tax, depreciation and amortization), bankinnskudd og langsiktig gjeld og salgsinntekter som faktorer. Resultatene gir et grovt anslag på verdien av selskapet.

I motsetning til DCF-modellen estimeres her nåverdien av fremtidige kontantstrømmer på en indirekte måte. Det er mye usikkerhet i tallene, da det ikke er sikkert at de underliggende verdidriverne er de samme for de ulike selskapene.

Verdsettelse ved hjelp av multiplikatorer er en enkel og lite tidkrevende metode, som gjør at den kan brukes som et verdiestimat på et selskap i denne typen bransje. I og med at det er markedet som bestemmer verdiene i multiplene, er de tidvis til å stole på. Ulemper er blant annet at det er utfordrende å finne sammenlignbare selskaper, og at mange faktorer blir “feid under teppet” i den grad at det forutsetter blant annet lik størrelse, vekst og risiko.

## 2.3 Metodevalg

Valg av metode er basert på hvilke metoder jeg har lært i verdsettelsesfaget i løpet av bacheloren i økonomi og administrasjon, i tillegg til hva jeg ser er mest brukt i praksis. Total kapitalmodellen er oppgavens hovedmodell, i og med at det ligger mye beregninger og analyser bak denne metoden. I tillegg baserer den seg på historiske data, som jeg finner i tidligere årsrapporter for Bik Bok AS. En annen grunn til at jeg velger å bruke data for å estimere fremtid, fremfor å basere verdien fullt og helt på tidligere resultater er at det er viktig



å få med ulike aspekter som kan påvirke i fremtiden, blant annet vekst, renter og konkurranseintensitet.

Jeg har valgt å bruke multippelanalyse som et supplement til DCF-modellen for å kunne sammenligne verdiene som fremkommer i DCF-modellen, og dermed bekrefte at verdierestimatet er pålitelig. Her har jeg funnet fem ulike selskaper, som møter Bik Bok AS på plass i verdikjeden, produkter og plassering, hvor alle er børsnoterte. Jeg har også valgt å bruke de fire mest brukte multiplene nevnt i kapittel 2.2.

Det vil alltid være ulemper og fordeler med alle modeller, og verdsettelsesmodellene i denne oppgaven er ingen unntak. Totalkapitalmodellen består av estimering av kontantstrømmer for fremtiden, som er basert på forutsetninger og mange usikre faktorer knyttet til blant annet avkastningskrav. Multippelanalysen baserer seg på andre bedrifters tall og verdier, og er dermed ikke direkte overførbart til eget selskaps verdi. Ulempen er med andre ord at de er usikre og kun gir estimater, og ikke virkelige verdier. Det de har til felles, fordelen ved og grunnen til at disse metodene er ofte brukt, er at de gir et anslag på hva bedriften er verdt.

### 3. Strategiske analyser

En del av totalkapitalmodellen er å analysere bedriften, både basert på tall, men også strategi. For å gjennomføre en verdivurdering av en bedrift er det viktig å kjenne deres posisjon i markedet, hva de tilbyr, deres verdidrivere, konkurrenter, historikken deres og så videre. Dette er bakgrunnen for å utføre strategiske analyser i forkant av estimering av kontantstrømmer og verdsettelse. De strategiske analysene hjelper oss å forstå virksomheten.

Jeg har valgt å bruke PESTEL-analysen til å analysere hvilke makroøkonomiske faktorer som påvirker Bik Bok AS. Porters five forces brukes til å kartlegge bransjens konkurransesituasjon, og Bik Bok AS' konkurranseevne. Mens SVIMA-analysen tar for seg bedriftens ressurser og deres verdi, og muligheter for konkurransefortrinn. Til slutt samles alt i en SWOT-analyse, hvor bedriftens styrker, svakheter, muligheter og trusler oppsummeres.

## 3.1 PESTEL-analyse

En PESTEL-analyse er en situasjonsanalyse av en virksomhets makroomgivelser. Den omfatter alle forholdene i markedssystemet som er viktige i dag, og/eller som forventes å bli viktige i fremtiden. Målet med PESTEL-analysen er å avdekke hvordan politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske forhold vil påvirke Bik Bok AS sin posisjon og vekst i fremtiden.

### 3.1.1 Politiske og juridiske forhold

Norge er et politisk stabilt land, og det er ingen grunn til å tro at det vil endres i årene som kommer. Det er derfor lite sannsynlig at det vil bli endringer i omgivelsene til Bik Bok AS, som følge av politisk stabilitet.

Omgivelsene som kan påvirke er toll og endringer i tollgrensen. Fra og med januar 2015 kunne nordmenn handle fra utlandet for 150 kroner mer, uten å betale moms og tollavgift. Det viser seg en kraftig økning i handel fra utlandet etter dette trede i kraft, på blant annet klær. Det er en direkte påvirkning på Bik Bok AS, da deres salg minker i takt med økt salg hos utenlandske tilbydere av samme gode. Eventuelle lovendringer og krav innenfor miljøvern, produksjonsprosesser og materialbruk kan også påvirke selskapets drift. Her er kjeden dog allerede på god vei, gjennom miljøtiltakene Varner Gruppen AS allerede har gjennomført, og som de fortsetter å forbedre. De tar blant annet hensyn til både miljøvern og arbeidsreguleringer på arbeidsplassen til tekstilmedarbeiderne. Endringer i lovverk vil påvirke alle i bransjen, ikke bare Bik Bok AS, og er dermed ikke kun negativt for de, men også andre i bransjen.

### 3.1.2 Økonomiske forhold

<b>Makroøkonomiske hovedstørrelser</b>	<b>2015*</b>	<b>2016*</b>	<b>2017**</b>	<b>2018**</b>	<b>2019**</b>	<b>2020**</b>
Bruttonasjonalprodukt	1,6	1,0	1,5	1,9	1,8	2,0
Disponibel realinntekt	5,3	-1,6	2,0	2,1	1,9	2,0
Konsum i husholdningen	2,1	1,6	2,2	2,6	2,3	2,1

\*Foreløpige tall

\*\*Prognoser

( <http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/mot-litt-lysere-tider?tabell=301438> , viser prosentvis endring fra året før, 07.04.17)

Tallene hentet fra Statistisk sentralbyrå viser en jevn vekst i BNP de siste årene, og det vil antakelig fortsette å vokse i årene fremover. Norge er et av verdens rikeste land, og når det kommer til prisnivåjustert BNP per innbygger ligger Norge på topp fire, og befinner seg godt over gjennomsnittet i EU28. Men på grunn av oljekrisen, har Norge hatt den største relative nedgangen i BNP per innbygger fra 2013 – 2015. Ekspertene fra både NAV og SSB mener dog at oljekrisen begynner å gå mot slutten, at den hadde nådd sin topp i 2016, og at vi går inn i en svak til moderat oppgangskonjunktur i 2017.

Oppgangskonjunktur fører til bedre tider, og kan føre til en større økning i BNP enn hva vi har sett de to – tre siste årene. En økning i BNP vil også bety økt realinntekt, som igjen fører til økt konsum. Med mer penger å rutte med ønsker vi som konsumenter å handle mer, spesielt normale og luksusgoder, hvor klær og tilbehør faller inn i kategorien normale goder. Med andre ord vil økt BNP føre til at vi antakelig handler mer hos Bik Bok AS, men på den andre siden vil vi i tillegg øke handelen hos andre butikker i klesbransjen. Til tross for at handelen øker generelt vil oppgangskonjunktur være positivt for Bik Bok AS, og prognosene for de økonomiske forholdene fremmer antagelsene om fremtidig vekst for selskapet.

### 3.1.3 Sosiokulturelle forhold

Innenfor de sosiokulturelle forholdene kommer faktorer som demografi, inntektsfordeling, konsum og sosial mobilitet. Bik Bok AS har som butikkjede klart å posisjonere seg godt gjennom hele landet, i tillegg til at de har nettbutikk som leverer til hele Norges land. Derfor har kundenes bosetting liten påvirkning for Bik Bok AS sin verdi og økonomiske vekst i fremtiden. Dette er et punkt de har klart å tilfredsstille godt.

Prisene er overkommelige for målgruppen, da de tilbyr varer i lavprissegmentet og opp til litt mer eksklusivt, med sitt eget NEVER DENIM merke og ulike designer samarbeid, hvor kvaliteten er noe bedre, og antall plagg er begrenset.

Inntektsfordeling, utdanningsnivå og konsum er faktorer som operer sammen, og som sagt tidligere under økonomiske forhold er det et forventet økt konsum blant befolkningen i tiden

fremover. I og med at Bik Bok AS tilbyr moteklær innenfor et rimelig prisnivå har utdanningsnivå liten påvirkning, med mindre vi får en drastisk endring i antall rike, som velger å handle på design-butikker fremfor Bik Bok AS og andre billigkjeder. Jeg tror allikevel dette er lite sannsynlig, og ser ikke på utdanningsnivå som en relevant faktor for virksomhetens drift og vekst.

Befolkningens interesse og syn på miljøspørsmål har jeg tatt hensyn til under punktet om miljømessige forhold.

### 3.1.4 Teknologiske forhold

I og med at Bik Bok AS produserer sine egne klær, vil utvikling i teknologi i henhold til tekstilproduksjon påvirke bedriften. Det er viktig å følge med på hva som kan effektiviseres, slik at de ikke faller bakpå i forhold til konkurrentene. Med Varner Gruppen AS sine hyppige kontroller og forskning, tyder det på at utvikling ikke er noen hindring for Bik Bok AS, og at de vil ta i bruk eventuelle forbedringer så fort de er på markedet.

Andre viktige teknologiske forhold å ta hensyn til, er helt klart tilgjengelighet på nett. Det er avgjørende å ha en brukervennlig, enkel og moderne nettside, hvor kundene lett kan navigere og handle. Det må være raskt og tilgjengelig. Bik Bok AS har en tydelig og inspirerende nettbutikk, og sender til hele landet. En annen avgjørende arena når det kommer til teknologi er applikasjons-markedet til mobil, og nettbrett. Bik Bok AS har lenge hatt en applikasjon av nettbutikken, men nå nylig ble den oppgradert med et medlemskap hvor du kan gradere til ulike nivåer, med påfølgende goder. Et fristende og teknologisk moderne tilbud midt i blinken for deres målgruppe, som bruker mobilen til alt. Teknologiske forhold har en klar betydning for videre suksess for Bik Bok AS, men de viser at de er med på utviklingen, så det er foreløpig ingen stor trussel. De har klart å bruke det til sin fordel.

### 3.1.5 Miljømessige forhold

Det er en tydelig trend i Norge å tenke på miljø. Fler og fler får øynene opp for hvor mye vi skader jordkloden vår med all produksjon, og overforbruk. Derfor er det blitt populært både å handle brukt, og å tenke på miljøet og sjekke opp om bedrifter gjennomfører ulike miljøtiltak, eller produserer mer miljøvennlig. Bik Bok AS er en del av det norske kleskonsernet Varner

Gruppen AS, som er en samfunnsbevisst virksomhet. De arbeider aktivt med problemstillinger vedrørende blant annet miljø og deres ansvar ovenfor miljøet.

Varner Gruppen AS har blant annet utviklet kjemikalierestriksjoner alle produsenter må følge, hvor det også gjennomføres jevnlig tester for å sørge for at det blir opprettholdt, og de er medlem av Kjemikaliegruppen, som jobber for å redusere kjemikaliebruk i produksjonsprosesser i tekstilindustrien. De har nylig startet et samarbeid med Better Cotton Initiative, som jobber for å forbedre den globale bomullsproduksjonen, som dessverre har store miljømessige konsekvenser med blant annet betydelig høyt vannbruk. I tillegg bruker de så mye økologisk bomull som mulig, som er bomull dyrket uten bruk av giftige, kjemiske plantevernmidler. I 2016 ble de også som første norske aktør medlem av Sweden Textile Water Initiative, som jobber med å bedre de store vannpåvirkende faktorene i tekstilindustrien. Varner Gruppen AS har også inngått et overskuddssamarbeid med Fretex og alle overskuddsvarer eller feilvarer blir sendt til Fretex, unntatt klær som ikke oppfyller helse-, miljø- og sikkerhetskrav (Varner.com, udatert).

Til tross for at det er fler og fler som blir miljøbevisst, ser det ut til at Bik Bok AS i det minste er på riktig side og allerede i gang med å møte kravene som stilles fra kundene og forbrukerne. Det vil antakelig påvirke hele klesbransjen at store moteprofiler roper høyest om gjenbruk, og at det kommer fler applikasjoner til telefonen hvor du raskt kan selge og kjøpe brukte klær og tilbehør, men en stor trussel er det neppe enda.

### 3.1.6 Konklusjon

Ut ifra analysen rundt de makroøkonomiske faktorene er Bik Bok AS våkne og følger tydelig med på hvilken vei utviklingen i samfunnet er på vei, noe som er positivt for videre vekst. I tillegg ser det ut til at det er bedre økonomiske tider i vente, med tanke på oljekrisen som rammet Norge i 2014. Denne er ut ifra ekspertene å dømme, på vei tilbake, noe som vil føre til økt BNP, økt realinntekt og økt konsum av normale goder. Konklusjonen er at de makroøkonomiske faktorene neppe er en trussel for Bik Bok AS i nærmeste fremtid.

## 3.2 Porters five forces

Porters five forces er en fem faktor-modell hvor de ulike faktorene er knyttet til konkurransevne og kan benyttes som bakgrunn for å forstå dynamikken i bransjen organisasjonen opererer i. Utslaget fra modellen er avgjørende for hvordan et selskap posisjonerer seg i forhold til sine konkurrenter. Dette rammeverket hjelper til med å analysere de nye aktørene som ønsker å operere i markedet, kundenes forhandlingssituasjon, leverandørens forhandlingssituasjon, innflytelsen fra substituerbare produkter som er tilgjengelige for kunden, og den rivaliseringen som foregår blant aktørene i bransjen (Roos, Von Krogh, Roos, Boldt-Christmas. 2014; 87)

### 3.2.1 Konkurrenter

“Å identifisere konkurrenter og intensiteten av konkurransen i bransjen er viktig. Jo høyere og mindre stabil konkurranseintensiteten er, desto vanskeligere er det for bedriften å finne en posisjon som gir gode marginer som kan opprettholdes over tid” (Løwendahl, Wenstøp. 2012; 202).

Konsentrasjonen i bransjen har direkte påvirkning på intensiteten i konkurransen, og den baserer seg på hvor mange aktører det finnes, og hvordan markedsandelene fordeler seg. I klesbransjen er det mange tilbydere, og bransjen er delt inn i to, hvor en del består av markedslederne og den andre av resten. Det er Virke som har gjort denne inndelingen i sine rapporter om klesbransjens historikk. Klesbransjen i Norge består av ca. 90 selgere, hvor kjedene utgjør 26 av disse og står for 63,9% av markedsandelene (Virke, 2017). Det kan tyde på at konsentrasjonen er noe høyere blant markedslederne, men generelt i bransjen er konsentrasjonen moderat til lav. Med en moderat konsentrasjon kan det tyde på monopolistisk konkurranse, hvor priskonkurransen er intens.

Herfindahl-Hirschman indeksen er et mål på hvor konsentrert bransjen er, og i følge egne utregninger har jeg kommet frem til en HHI på 0,421 for klesbransjen, som vil si moderat konsentrasjon, og oligopol (Besanko et.al, 2013; 173). Et oligopol består av få selgere, som blir påvirket av hverandres handlinger, eksempelvis hvis en setter ned prisen på sine varer, vil de andre følge etter. Klesbransjen og Bik Bok AS befinner seg nok ikke i en oligopolsituasjon, med sine mange selgere og differensierte produkter ligner de mer på et

marked med monopolistisk konkurranse. Derfor anser jeg HHI-beregningen min til å være noe feilaktig.

Antydningen om monopolistisk konkurranse i markedet er rimelig, da bransjen oppfyller kravet om mange tilbydere av differensierte produkter som tilfredsstillende samme behov. Selgerne tilbyr heterogene varer, da de er egenproduserte, men de dekker samme behov, og kundene vil derfor velge forhandler ut ifra ulike kriterier. Pris er selvfølgelig et høytstående kriterium, men også andre kriterier teller, deriblant design, egenskaper, omtaler, materialbruk, miljøvennlighet og annet. Kundene kan enkelt finne et nesten identisk plagg i en annen kjedebutikk som tilbyr moteklær, og derfor kan vi kalle produktene horisontalt differensierte. Horisontal differensiering øker intensiteten i priskonkurransen i bransjen, og kan påvirke marginer og lønnsomhet hos bedriftene.

En annen viktig, og voksende faktor hva gjelder konkurranse er netthandel, og deres påvirkning på allerede godt etablerte aktører. Det er ingen hemmelighet at netthandel har påvirket det fysiske salget, og det er gode forutsetninger for å klare seg, da det er lavere barrierer for å komme inn på markedet via nett, mer om det i avsnittet om inntrengere. Den teknologiske utviklingen fører med seg viktigheten av innovasjon hos bedriftene, og Bik Bok AS har nettbutikk tilgjengelig i alle landene de holder fysisk til.

Konkurransenintensiteten er moderat til høy i markedet, og Bik Bok AS kjente på det i 2016, da de tapte markedsandeler. Det viser at etablerte aktører og konkurransen i markedet er en stor trussel for fremtiden til selskapet.

### 3.2.2 Nye aktører

“Det er viktig å gjøre en analyse av inntrengere i markedet for å finne ut hvor mye som skal til før inntrengere eventuelt kan bli konkurrenter, og i så fall hvor farlige de da kan bli. En analyse av inngangsbarrierer kan hjelpe oss med å vurdere trusselen fra eventuelt nye konkurrenter.” (Løvendahl og Wenstøp. 2012; 206).

Innenfor klesbransjen eksisterer helt klart stordriftsfordeler, hvor blant annet Bik bok AS er en butikkjede med – i hovedsak - masseproduserte produkter. De har ulike unike samarbeid gjennom året hvor plaggene er mer eksklusive, men jeg ser ikke på det som en relevant faktor. Stordriftsfordeler er en klar hindring for nyetableringer. På den andre siden er det utallige

produksjonsfabrikker innen tekstil, som tilbyr arbeidskraft svært billig, så det er ikke umulig å signere en kontrakt og starte opp en stor produksjon. Jeg ser uansett ikke på nye aktører som en trussel gjennom stordriftsfordeler, det er helt klart en barriere for å etablere seg i markedet.

Bik bok AS har helt klart bygget opp tillit hos forbrukerne og har mange lojale kunder. Dette er noe som tar tid, og er en klar trussel for nye aktører, tross enkelheten av å kopiere formålet deres om å tilby moteklær til motebevisste jenter. Bik bok AS har plantet seg godt fast i de fleste jenters minne, og er derfor lett å stikke innom når man trenger et nytt, moderne antrekk til en vennlig pris. Byttekostnadene er i tillegg lave for kunden, så trusselen er moderat. Gjennom internett er det dog enklere å treffe, med god nok markedsføring av nettsiden.

Kapitalbehovet for å etablere seg på klesmarkedet avhenger av om man ønsker en fysisk butikk eller nettbutikk, om man ønsker egenproduserte klær eller om man skal samle ulike – allerede kjente – merker i en og samme butikk. Det er et mye større kapitalbehov for å etablere seg på det fysiske markedet med egenproduserte klær, da kommer kostnader av lokaler, design, produksjon, shipping og ansatte i tillegg til markedsføring og distribusjon. Det er helt klart lettere å etablere seg på nett, og på grunn av det økende nettsalget, hvor nordmenn er de som handler mest på nett, er det en reell trussel for nye aktører på markedet.

### 3.2.3 Kunder

Kundenes makt bestemmes av konsentrasjon, kvantum de handler, om produktet utgjør en betydelig del av deres totale konsum, om produktene er standardiserte eller udifferensierte, produktets betydning for kvalitet på andre varer eller tjenester og tilgang på informasjon. (Roos G, von Krogh, Roos J, Boldt-Christmas. 2014; 92) Makten er sterk hvis konsentrasjonen er høy, kundene handler store kvantum, de har tilgang på all informasjon og resten av de nevnte kriteriene stemmer.

Kundene består av enkeltpersoner som handler produkter i små kvantum. Kunde-konsentrasjonen i markedet er i tillegg lav, som vil si at kundene har lav forhandlingsmakt. For de fleste utgjør konsumet av disse varene en ubetydelig del av budsjettet, som fører til at kundene har liten interesse av å tilegne seg kunnskap om produksjonsprosessene til produktene, og de har ingen intensjoner om å forhandle på pris. Prisene blir godtatt slik som de er. I tillegg er det lite sannsynlig at kundene vil integrere bakover, og handle rett fra leverandør.



Bik Bok AS har klart å skape seg et godt omdømme og en sterk posisjon i markedet og hos kundene, men det fører ikke automatisk til svekket kundemakt. Det kan forklares ved at kundene er mest opptatt av pris, og de kan finne varer hos andre tilbydere som dekker samme behov. Kundene vil antakelig handle andre steder om prisene er betydelig lavere. Bik Bok AS har dog sitt eget design, men i motebransjen, og spesielt innenfor de rimeligere kjedene er produktene nesten identiske, det er kun detaljforskjeller. Byttekostnadene for kundene er av den grunn også lave, det er enkelt for dem å bytte forhandler hvis de blir tilbudt rimeligere priser og/eller andre fordeler.

På bakgrunn av dette betrakter jeg kundens forhandlingsmakt som lav, da de ikke har mulighet til å påvirke prisene vesentlig. De lave byttekostnadene styrker intensiteten på konkurransen om kundene i bransjen, og er med på å presse prisene ned, men det er ikke kundenes direkte påvirkning som fører til dette.

### 3.2.4 Leverandører

Indikatorer på høy leverandørmakt er at markedet består av få leverandører sammenlignet med antall konkurrenter, produktene er differensierte eller bygget opp av byttekostnader, leverandørene slipper å konkurrere med substitutter til bransjen og at leverandørene kan tenkes å integrere fremover. (Roos G, von Krogh, Roos J, Boldt-Christmas. 2014; 93)

Produktene hos Bik Bok AS leveres av ulike leverandører i Asia og Europa, hvor avtalene går gjennom agenturet Varner Gruppen AS. Det er 350 leverandører i Varner Gruppen AS sitt system, som vil si at leverandørmakten er noe svekket som følge av konsentrasjonen (Varner.com, udatert). Dog er Bik Bok AS totalt avhengig av leverandørene for å få ferdig produktene i riktig tid. I og med at de operer i motebransjen, og trender er en ferskvare, kan forsinkelser og feil utgjøre et stort tap. Trendene må være på plass i butikk i det trenden når ut til målgruppen, hvis ikke kaprer konkurrentene kundene. Der har leverandørene er viss makt.

Bik Bok AS har gjennom Varner Gruppen AS etablert gode forhold og avtaler med sine leverandører, og har kontorer i alle hovedland for produksjon for å følge med på prosessene og at arbeiderne på de ulike fabrikkene har et godt arbeidsmiljø. Derfor er også byttekostnaden stor for de begge.

Leverandørene kan diskriminere på pris, dog er dette en kjede og ikke et motehus med unike plagg, så kvantaene som blir kjøpt er allerede store, og prisene er lave som følge av dette. Bik Bok AS trenger ikke frykte at andre aktører skal komme på markedet og stjele arbeidskraft fordi de kjøper mer. I tillegg er avtalene mellom konsernet og de ulike leverandørene gode for alle arbeidere, og nye aktører vil derfor være et stort tap også for leverandørene.

Et godt samarbeid med leverandører svekker makten til leverandørene ovenfor kunden, og også omvendt, og nærmest likestiller den. Leverandørene utgjør med andre ord ingen nærliggende trussel for Bik Bok AS.

### 3.2.5 Substitutter

Å identifisere substitutter vil si å se etter andre produkter som kan dekke samme funksjon og behov som produktet til den aktuelle bransjen. Substitutter reduserer den potensielle lønnsomheten i bransjen ved at de setter en begrensning når det gjelder prisnivå. (Roos G, von Krogh, Roos J, Boldt-Christmas, 2014:92)

Substituttene på bransjenivå til varene Bik Bok AS tilbyr er få, da klær er klær. Men den bransjen som kan være et substitutt er sportsbransjen. De tilbyr klær, men med andre funksjoner. De tilfredsstiller behovet om å dekke seg til og holde varmen, og skape et uttrykk og en identitet hos kundene. Men at de stjeler kunder er lite troverdig. Det er forskjell på mennesker, noen går for et sporty uttrykk og dermed handler andre typer klær, men den gruppen mennesker som ønsker moteriktige klær vil aldri forsvinne. I tillegg er prisene på sportstøy høyere enn masseproduserte klær du finner hos Bik Bok, og andre kleskjeder. Hvis vi ser på substitutter innenfor bransjen derimot, er det mange, men dette går under konkurranse, og er diskutert tidligere i kapittelet.

På bakgrunn av dette ser ikke jeg at substituttene utgjør en nevneverdig trussel for Bik Bok AS.

### 3.2.6 Konklusjon

Konkurransenintensiteten i bransjen er moderat til høy og det er stor konkurranse mellom butikkene. Av de som har flest markedsandeler og er ledende innen bransjen kommer Bik Bok AS frem, men de har kun 2,2% markedsandeler pr. 31.12.2016. De tapte 0,3% markedsandeler fra 2015 – 2016, så konkurranseintensiteten er klart en trussel. Trusselen fra nye aktører på markedet er moderat som følge av det økende nettsalget, i tillegg er det få og små barrierer for å etablere seg her, da mange av de store kostnadene er utelukket.

Kundenes forhandlingsmakt er lav, til tross for at byttekostnadene er lave, men da de ikke har mulighet til å påvirke prisene vesentlig veier dette tyngre i konklusjonen. Bik Bok AS har et godt samarbeid med leverandører, noe som svekker makten til leverandørene ovenfor kunden, og også omvendt, og nærmest likestiller den. Leverandørene utgjør med andre ord ingen nærliggende trussel for selskapets fremtid. Siden substitutter er varer eller tjenester som skal tilfredsstille samme behov hos en annen bransje, konkluderer jeg med at dette ikke er noen trussel, i og med at det kun er sportsbransjen som tilbyr dette. Det er ikke sannsynlig at klesbransjen slutter å selge klær, selv om sportsbransjen øker sitt salg.

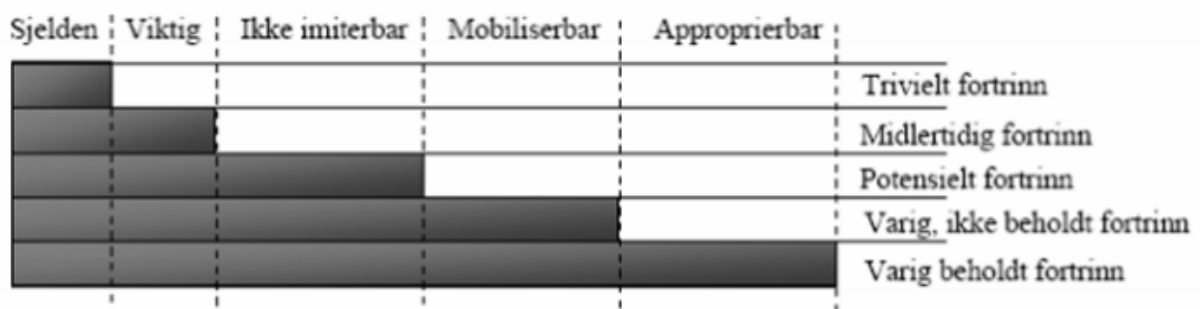
Konkurranseskrefter	Trussel
Konkurransenintensitet i bransjen	Høy
Nye aktører	Moderat
Kundenes forhandlingsmakt	Lav
Leverandørens forhandlingsmakt	Lav
Substitutter	Lav til moderat

### 3.3 SVIMA-analyse

I den interne analysen tar jeg for meg bedriftens interne strategiske ressurser ved hjelp av SVIMA-analysen (**S**jelden, **V**erdifull, **I**kke-imiterbar, **M**obilisert, **A**ppropriert). Målet med å analysere bedriftens ressurser er å få oversikt over disse for deretter vurdere om de kan gi grunnlag for midlertidige eller varige konkurransefortrinn. Ressurser er innsatsfaktorer som gjør det mulig for en bedrift å skape verdier for sine kunder (estudie.no, 10.04.2015).

SVIMA-analysen er et nyttig verktøy for å finne hvilke unike ressurser bedriften har eller kan utvikle for å skape konkurransefortrinn, samtidig kan modellen fortelle hvor godt ressursene blir utnyttet i dag. For å gi konkurransefortrinn må ressursene ha følgende egenskaper.

- **Sjelden:** Ressursen er ikke tilgjengelig i lik mengde eller kvalitet for konkurrenter.
- **Verdifull:** Ressursen utgjør en kostnadmessig fordel for bedriften og/eller har en positiv effekt på kundenes betalingsvillighet.
- **Ikke-imiterbar:** Ressursen må være vanskelig å imitere for å gi konkurransefortrinn. Er den lett å kopiere er den ikke lenger attraktiv, og konkurransefortrinnet avtar.
- **Mobilisert:** Ressursen må være mulig å ta i bruk, og bedriften må kunne omgjøre ressurs til verdi ved å formulere produktmarkedsstrategier som utnytter dem.
- **Approprierbar:** Den økonomiske verdien som skapes av ressursen må være til fordel for den aktuelle bedriften, og ikke andre.



<https://estudie.no/vrio-analyse-ressursanalyse/>

I den interne analysen har jeg valgt å fokusere på følgende ressurser:

1. Finansielle ressurser
2. Menneskelige ressurser
3. Organisatoriske/relasjonsbaserte ressurser
4. Fysiske/teknologiske ressurser

### 3.3.1 Finansielle ressurser

Bik Bok AS har siden 2006 gått med overskudd, og har generelt god regnskapshistorikk. De er en av de største butikkjedene i landet, og vokser stadig. Deres gode resultater og størrelse som godt etablert aktør har gitt, og gir fortsatt konkurransefortrinn. Men det er en imiterbar ressurs, som både etablerte aktører utnytter seg av, og også nye aktører kan skape overskudd. Det er dog en konkurransepreget bransje, hvor det er vanskelig å komme inn som ny aktør og

skape like gode resultater. Bik Bok AS er godt finansielt organisert gjennom å være en del av Varner Gruppen AS, hvor de har administrative fordeler ved at de er felles organisert.

### 3.3.2 Menneskelige ressurser

Menneskelige ressurser er i prinsippet ikke et konkurransefortrinn. Men det er mennesker som skaper verdier gjennom nytenking og innovasjon. Ved å ansette utdannede og kreative mennesker, kan bedriften selv skape ressurser som fører til konkurransefortrinn, blant annet innenfor design og teknologi. Muligheten for å imitere denne typen ressurs er imidlertid ikke vanskelig, da det er mange dyktige utdannede mennesker tilgjengelig.

En annen type ressurs mennesker bidrar med er kundeservice og kunnskap, som blir viktigere og viktigere for å holde på kundene i dagens samfunn. De kundene som opplever god kundeservice kommer som oftest tilbake senere, og de snakker gjerne om det med venner og bekjente. Kunnskap kreves dog ikke på samme måte hos butikkansatte i en kleskjede som for eksempel i sportsbransjen, derfor er ikke dette en relevant ressurs hos de butikkansatte. Det er helt klart imiterbart, alt av menneskelige ressurser, men absolutt en viktig ressurs.

### 3.3.3 Organisatoriske/relasjonsbaserte ressurser

En viktig organisatorisk ressurs for bedrifter er omdømmet. Bik Bok AS er en butikkjede som er godt kjent for alle mellom 10 – 50/60 år, og har helt klart et godt omdømme. De har ingen saker i media hva angår uetisk produksjon eller oppførsel. Det at H&M sin situasjon; hva gjelder produksjon i tekstilfabrikker hvor sikkerhet for de ansatte er svekket, ble kjent gjennom programmet Sweatshop (adm. Aftenposten) kan nok ha styrket omdømmet til Bik Bok AS noe. De kundene som valgte eller velger å lese seg opp på de ulike kjedene etter avsløringen om H&M, vil finne informasjon vedrørende Varner Gruppen AS og derav Bik Bok AS sitt forhold til sine fabrikker. De skriver at de har opprettet hovedkontorer i de viktigste produksjonslandene slik at de kan ha jevnlig kontroll og oppfølging, som kan være en klar fordel og er verdifullt for videre salg og derav vekst. Men omdømme kan fort endres, så det er en ressurs som er viktig å ta vare på.

Gjenkjøpsgrad og kommunikasjon er andre organisatoriske ressurser, som kan analyseres ut ifra tilgjengelighet, kontakt og retur/bytteordninger. Bik Bok AS er tilgjengelig, det er enkelt å komme i kontakt med dem og retur/bytteordningene deres er gode. Kommunikasjon med

markedet går gjennom sosiale medier, blant annet Instagram og Snapchat. Sammenlignet med andre aktører i markedet er verken høy gjenkjøpsgrad eller kommunikasjonsmåten til Bik Bok AS av sjelden vare.

Relasjon til leverandører etc. kan jeg ikke vite 100% hvordan er, men ut ifra hva det står på Varner Gruppen AS sin hjemmeside om deres forhold til tekstilfabrikkene og andre, har de gode relasjoner og er opptatt av gode forhold alle veier, både arbeidsmessig og sosialt.

### 3.3.4 Fysiske/teknologiske ressurser

Bik Bok AS er veldig tilgjengelig for kundene, både i fysiske butikker i hele landet og nettbutikk. Hovedkontoret deres ligger på Slependen, men det er irrelevant med tanke på at butikken er der varene selges. Verdiene skapes dog både på hovedkontor, fabrikker og i butikk. Teknologien er ikke mer sjelden enn at de operer med nettbutikk og applikasjon, med en nylig oppstartet kundeklubb. De er ikke alene om verken nettbutikk, applikasjon eller kundeklubb, derav ikke noe konkurransefortrinn per nå. Teknologi kan likevel bidra til midlertidig konkurransefortrinn, så det gjelder å holde seg oppdatert og hele tiden utvikle de ansatte og bedriften.

### 3.3.5 Konklusjon

Ut ifra den interne analysen kan det konkluderes med at Bik Bok AS har muligheter for fremtidig vekst som følge av deres strategiske ressurser. Sterke finansielle ressurser kan sikre vekst og er et konkurransefortrinn, men de er verken sjeldne eller ikke-imiterbare.

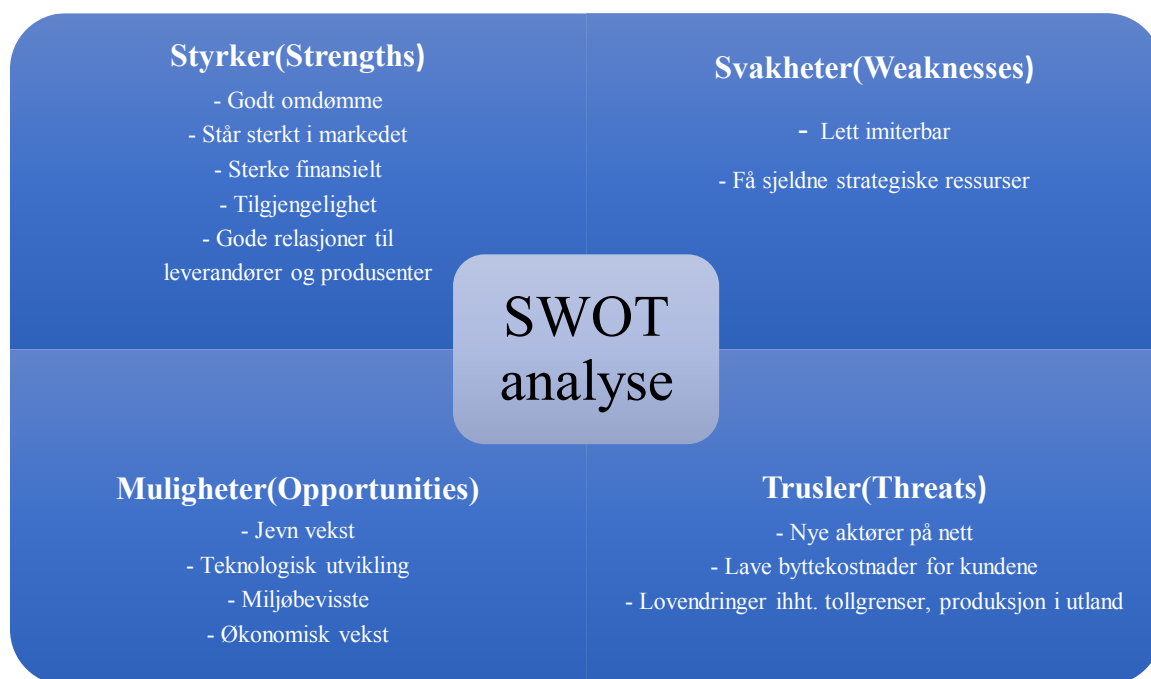
Menneskelige ressurser kan føre til utvikling og innovasjon, men de er ikke verdifulle i seg selv, og i likhet med de finansielle ressursene er de verken sjeldne eller ikke-imiterbare. De organisatoriske og relasjonsbaserte ressursene er blandet, men jeg har konkludert med at de er verdifulle, ikke-imiterbare, mobile og approprierbare, da det kun er kommunikasjon og gjenkjøpsgraden som er imiterbar. Hva gjelder de fysiske og teknologiske ressursene, så er de verdifulle, mobile og approprierbare, men de er tilgjengelig for alle andre aktører i markedet.

	<b>Sjelden</b>	<b>Verdifull</b>	<b>Ikke-imiterbar</b>	<b>Mobilitet</b>	<b>Approprierbar</b>	
Finansielle ressurser	NEI	JA	NEI	JA	JA	Potensielt fortrinn
Menneskelige ressurser	NEI	NEI	NEI	JA	JA	Midlertidig fortrinn

Organisatoriske/ relasjonsbaserte ressurser	NEI	JA	JA	JA	JA	Varig, ikke beholdt fortrinn
Fysiske/teknologiske ressurser	NEI	JA	NEI	JA	JA	Potensielt fortrinn

### 3.4 SWOT

Det siste elementet i en ressursanalyse er identifikasjon av nøkkelfaktorer, og det kan gjøres ved hjelp av SWOT-analysen. “Bakgrunnen for å foreta en SWOT-analyse er behovet for å identifisere i hvilken utstrekning organisasjonens nåværende strategi er oppnåelig, gitt organisasjonens sterke og svake sider, og om disse sidene kan benyttes av bedriften for å møte de utfordringene og endringene som finner sted i organisasjonens omgivelser.” (Roos, Von Krogh, Roos, Boldt-Christmas. 2014; 167). Gjennom SWOT oppsummeres både de interne og de eksterne faktorene, og deles inn etter styrker og svakheter fra den interne analysen, og muligheter og trusler fra den eksterne analysen. I tabellen nedenfor har jeg listet de opp under deres respektive grupper, og jeg tar med meg disse nøkkelfaktorene videre for estimering av kontantstrømmer og den endelige verdivurderingen av bedriften.



## 4. Regnskapsanalyse

En regnskapsanalyse tar for seg bedriftens nøkkeltall og gir et godt bilde av bedriftens økonomiske ståsted, noe som er relevant for verdivurderingen. Jeg har brukt nøkkeltall og regnskapstall fra Proff.no, hvor jeg både har fått frem og regnet meg frem til verdier på lønnsomhet, likviditet og soliditet for Bik Bok AS. For å få et bredere perspektiv og innsyn har jeg tatt for meg tallene for 2011 til 2015 i analysen.

### 4.1 Lønnsomhet

År	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	683 551	739 752	770 750	751 906	912 783
Vareforbruk	273 896	284 094	302 471	271 540	355 875
Lønnskostnader	143 768	160 164	165 215	165 831	209 950
Andre driftskostnader	149 564	161 953	177 722	168 193	215 301
Ordinært resultat	44 405	81 882	72 594	82 833	66 553

Omsetningen har vært varierende, fra -2% vekst til 21% vekst, men jevnt over viser regnskapet en stabil vekst, gjennomsnittlig på 16 %.

#### 4.1.1 Bruttofortjenestemargin

Bruttofortjenestemargin er et kritisk tall å se på i en lønnsomhetsanalyse da dette forteller oss hvor mye av hver krone som er igjen til å dekke faste kostnader og fortjeneste. Bik Bok AS har en jevn bruttofortjenestemargin rundt 60 %, som er svært godt, og viser god lønnsomhet. I likhet har også varekostnadene vært stabile og ligget på rundt 40 % av omsetningen.

År	2011	2012	2013	2014	2015
Salgsinntekter	683 155	739 102	769 966	751 906	912783
Varekostnad	273 896	284 094	302 471	271 540	355875
Bruttofortjeneste	409 259	455 008	467 495	480 366	556 908
<b>Bruttofortjenestemargin</b>	<b>59,9 %</b>	<b>61,6 %</b>	<b>60,7 %</b>	<b>63,9 %</b>	<b>61,0 %</b>
<b>Varekostnad i % av omsetning</b>	<b>40,1 %</b>	<b>38,4 %</b>	<b>39,3 %</b>	<b>36,1 %</b>	<b>39,0 %</b>



### 4.1.2 Driftsmargin

For å regne ut driftsmarginen har jeg valgt å bruke EBITDA og ikke driftsresultat, i og med at avskrivninger og nedskrivninger ikke representerer en kontantstrøm og derfor ikke er relevant i en lønnsomhetsanalyse og verdivurdering av Bik Bok AS. Driftsmarginen har de siste fem årene ligget rundt 17%, gjennomsnittet for de fem årene jeg har tatt med i denne tabellen, som er litt lavere enn gjennomsnittet fra 2006 – 2015, hva ligger på 19%. Høyeste margin var i 2007 med 25%, mens den i 2015 lå på sitt laveste med 14%. Driftsmarginen forteller oss hvor mye bedriften får igjen av hver omsatt krone, før renter og skatt. Bik Bok AS tjente med andre ord mer i 2007, enn hva de gjorde i 2015.

År	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsmargin	17%	18%	16%	19%	14%

### 4.1.3 Egenkapital- og totalkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten viser hvor stor avkastning eierne får igjen for penger de har tilført til bedriften. I 2015 var egenkapitalrentabiliteten 80 %, noe som er mye lavere enn tidligere år, som heller ikke er uventet med tanke på andre tall vi har sett på foreløpig. Det har tydelig vært mye kostnader til tross for høy omsetning i 2015, som fører til et dropp i overskudd og avkastning for eiere. De høye kostnadene skyldes en investering i datterselskapet Wow AS. Egenkapitalrentabiliteten viser en trend på godt over 100 % og det kommer trolig av den høye gjeldsandelen til Bik Bok AS. Totalrentabiliteten viser avkastningen på totalkapitalen, uavhengig av finansstrukturen, og den bør ligge over lånerenten. Et rimelig nivå på totalrentabiliteten er 10-15 % (Proff, udatert). Jeg vet ikke lånerenten Bik Bok AS har, men i 2015 lå totalrentabiliteten på 34 %. Det at totalrentabiliteten ligger på et høyt nivå forteller oss at ledelsen forvalter midlene til Bik Bok AS godt og at lønnsomheten er god.

År	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapitalrentabilitet	116,86 %	193,10 %	159,14 %	130,89 %	79,73 %
Overskudd i %	6,50 %	11,07 %	9,42 %	11,02 %	7,29 %
Totalrentabilitet i %	41,46 %	43,20 %	38,76 %	45,97 %	33,82 %

## 4.2 Likviditet

Likviditet er et uttrykk som benyttes til å beskrive en virksomhets betalingsevne, som forklarer hvor god kjøpekraft virksomheten har i øyeblikket. (e-conomic.no, Udatert) Å ha god likviditet vil si at bedriften til enhver tid har tilstrekkelige midler til å kjøpe varer og betale regningene sine. Det eksisterer to ulike likviditetsgrader, som er et mål på hvor god likviditeten til bedriften er. Likviditetsgrad 1 er et forholdstall mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, mens i likviditetsgrad 2 trekkes varelageret ut av omløpsmidlene, for så å divideres på den kortsiktige gjelden. Likviditetsgrad 1 skal etter eldre norm være høyere enn 2, mens likviditetsgrad 2 bør være større enn 1.

År	2011	2012	2013	2014	2015
Likviditetsgrad 1	0,95	0,85	0,85	1,00	1,08
Likviditetsgrad 2	0,51	0,35	0,31	0,35	0,31

Likviditetsgrad 1 ligger på et tilfredsstillende nivå per 2015, mens likviditetsgrad 2 er under hva som er ønsket. Dette kan skyldes høyt varelager. Å redusere varelageret ville vært et forslag for å få en mer tilfredsstillende likviditet, noe som kan være mulig, til tross for at Bik Bok AS må ha et varelager som tilfredsstiller kundenes behov. Det er en balanse der som er utrolig vanskelig å finne.

År	2011	2012	2013	2014	2015
Vareforbruk	273 896	284 094	302 471	271 540	355 875
Gjennomsnittlig varelager	93 497	102 645	111 503	118 507	155 595
Omløpshastighet	2,93	2,77	2,71	2,29	2,29

Omløpshastigheten til Bik Bok AS er per 2015 dårlig, og det ligger derfor en risiko i varelageret deres. De bør prøve å komme seg tilbake til en omløpshastighet større enn 2,5, som kan bedre både likviditet og overskudd.

## 4.2.1 Arbeidskapital

Likviditeten henger sammen med arbeidskapital. Ved å være i forkant med aktiv styring av arbeidskapitalen, vil man få mer ut av bedriftens verdikjede med økt lønnsomhet, bedre likviditet, større handlingsfrihet, og ikke minst økt verdi på som selskapet som resultat (Ledernytt.no, 03.09.14). Arbeidskapitalen bør utgjøre 10 – 15 % av omsetningen.

År	2011	2012	2013	2014	2015
Arbeidskapital	-10 003	-36 975	-28 599	-45	19 252
Andel av omsetning	-1,46 %	-5,00 %	-3,71 %	-0,01 %	2,11 %
Andel av omløpsmidler	-5,32 %	-18,26 %	-17,46 %	-0,02 %	7,69 %
Andel av varelager	-11,53 %	-31,18 %	-27,38 %	-0,03 %	10,78 %

Bik Bok AS har et klart forbedringspotensial når det kommer til arbeidskapitalstyring. Tallene representert i tabellen over forklarer også den dårlige likviditeten jeg regnet frem i forrige avsnitt. Det er dog en klar forbedring i både 2014 og 2015, hvor det i det minste kommer frem positive tall. Det tyder på en omstrukturering i enten varelager eller om de har fått refinansiert, effektivisert forfallsbetalinger eller lignende. Det er en positiv utvikling som jeg håper å se fremover. Med tanke på historikken er det likevel en viss risiko forbundet med arbeidskapitalen til Bik Bok AS.

## 4.3 Soliditet

Soliditet er et nøkkeltall som viser hvor stor andel av et selskaps eiendeler er finansiert av egenkapital, og viser dermed hvor godt en virksomhet tåler tap. Jo større andel egenkapital som finansierer selskapet, jo høyere og bedre er soliditeten.

År	2011	2012	2013	2014	2015
Soliditet	24,15 %	19,95 %	24,92 %	30,08 %	33,83 %

Bik Bok AS har hatt en egenkapitalandel og soliditet rundt 25 % de siste fem årene, som indikerer at de har god soliditet da en egenkapitalandel mellom 18 – 40 % anses som god (Proff.no, udatert).

## 5. Estimering av kontantstrømmer

Estimering av kontantstrømmene er et av oppgavens hovedkapitler, og alt av analyser og informasjon hittil i oppgaven danner et grunnlag for å estimere disse. De faktorene som er analysert er viktige å legge til grunn, men vil aldri nullstille usikkerheten og risikoen bak en prognose for fremtiden. I tillegg er det tall og størrelser som må bestemmes før kontantstrømmen fremkommer, og det er prognoser for vekst, varekostnader, endring i arbeidskapital, driftsmargin og tidligere kontantstrømmer (Vedlegg 2).

### 5.1 Prognoser for vekst

Ut fra resultatregnskapet til Bik Bok AS kommer det frem en kontinuerlig vekst siden 2006, med unntak av 2008 og 2009, da Norge var preget av finanskrisen, og i 2014, hvor oljekrisen traff landet vårt. Utenom disse situasjonene er det noe ustabil, men jevn vekst i perioden. I 2015 hadde de den største omsetningsveksten hittil på hele 21,40 %. Ser vi på tallene fra Virkes rapporter som omfavner klesbransjen, har Bik Bok AS falt noe tilbake hva gjelder markedsandeler fra 2015 til 2016. De gikk fra å ha markedsandeler på 2,5 % i 2015 til 2,2 % i 2016. Det er en nedgang som kan være forventet med det trykket fra utenlandske selskaper som er på god vei inn i det norske markedet.

På bakgrunn av historikken og prognoser om fremtiden i norsk handel, har jeg satt tre ulike verdier for vekst. Det første året i min kontantstrømperiode har jeg satt inn den veksten som kommer frem i Virkes rapport om klesbransjen 2016, -11%. Som følge av den store nedgangen har jeg fra 2017 til 2019 satt en vekst på 2%. Etter 2019 tror jeg på større vekst, blant annet grunnet prognoser om økt BNP, og øker til 3% vekst frem til og med 2021. Fra og med 2022 har jeg valgt å sette evig vekst til 1%, fordi konkurranseintensiteten øker og jeg tror veksten vil reduseres og stagnere i tiden fremover, i forhold til hva vi har sett de siste årene.

### 5.2 Varekostnader

Leverandørmakten er lav i bransjen Bik Bok AS operer i, men varekostnadene er utsatt for finansiell risiko, med tanke på valutakurs. Derfor er varekostnadene en risikabel faktor for kontantstrømmene. De vil endres ved kursendringer, men her kan Bik Bok AS regulere volum, slik at det ikke er for store kostnadsforskjeller. Bik Bok AS vil uansett kunne regulere prisene på produktene, hvis varekostnaden stiger, og konkurrentene som befinner seg i samme

situasjon vil kunne gjøre det samme, så med andre ord vil det ikke svekke konkurranseevnen. Men siden varekostnader er et kritisk punkt har jeg valgt å se spesifikt på disse i estimeringen av kontantstrømmene. I årsregnskapene fra 2009 til 2015 ligger varekostnaden ganske stabilt rundt 40%, jeg anser det derfor som realistisk å anslå dette som fremtidig varekostnad for Bik Bok AS.

År	2012	2013	2014	2015
Omsetning	739 752	770 750	751 906	912 783
Varekostnader	284 094	302 471	271 540	355 875
<b>I % av omsetning</b>	<b>38,40%</b>	<b>39,24%</b>	<b>36,11%</b>	<b>38,99%</b>

### 5.3 Lønnskostnader

Lønnskostnader er i likhet med varekostnad en stabil post hos Bik Bok AS. De har behov for et visst antall ansatte på hovedkontor og i butikk, og det er lite som tilsier at det vil være behov for flere eller færre ansatte med tiden. Det er mulig større sannsynlighet for reduksjon i antall ansatte enn en økning, som følge av økt konkurranse og eventuelle nedleggelse av butikker. Jeg ser dog på dette som lite sannsynlig. Derfor setter jeg lønnskostnader til den gjennomsnittlige andelen av omsetningen, som fra 2009 – 2015 ligger på 21%.

År	2012	2013	2014	2015
Omsetning	739 752	770 750	751 906	912 783
Lønnskostnader	160 164	165 215	165 831	209 950
<b>I % av omsetning</b>	<b>21,65</b>	<b>21,44%</b>	<b>22,05%</b>	<b>23,00%</b>

### 5.4 Driftsmargin

Driftsmarginen til en bedrift gir en indikasjon på hvor lønnsom driften til bedriften er, den forteller hvor mye bedriften sitter igjen med for hver krone som er omsatt før finanskostnader og skatt (finans kalkulator.no, udatert). Bik Bok AS har en generelt god driftsmargin, som gjennomsnittlig har ligget på 16 %. I forhold til bransjen ligger de på nivå med H&M, og litt høyere enn blant annet KappAhl (ref. årsrapporter). I og med at priser og kostnader henger såpass godt sammen, og de mest sannsynlig vil justere priser etter kostnadsnivå, holder jeg fast på en evig driftsmargin på 15%, går ned med 1% pga. konkurranseintensitet fra utenlandske aktører.

År	2012	2013	2014	2015
Omsetning	739 752	770 750	751 906	912 783
Driftsresultat	114 514	102 845	123 547	103 726
<b>Driftsmargin</b>	<b>15,48%</b>	<b>13,34%</b>	<b>16,43%</b>	<b>11,36%</b>

## 5.5 Andre driftskostnader

Under posten andre driftskostnader havner alle de kostnadene som fluktuerer fra år til år.

Denne posten er med andre ord ustabil, og kan i noen perioder være store som følge av investeringer, eller de kan være lave ved at det ikke gjøres store innkjøp etc. I og med at det er en ukjent og ustabil post, setter jeg fast prosent på gjennomsnittet som er vist fra 2006 til 2015. Gjennomsnittet for andre driftskostnader for disse årene er 21%.

År	2012	2013	2014	2015
Omsetning	739 752	770 750	751 906	912 783
Andre driftskostnader	161 953	177 722	168 193	215 301
<b>I % av omsetning</b>	<b>21,89%</b>	<b>23,06%</b>	<b>22,37%</b>	<b>23,59%</b>

## 5.6 Estimert kontantstrøm

Ut ifra beregningene over har jeg kommet frem til et estimat på kontantstrømmene for 2016 – 2026, hvor jeg viser de fire første årene i tabellen under.

År	2016	2017	2018	2019
<b>Omsetning</b>	<b>814 202</b>	<b>830 486</b>	<b>847 096</b>	<b>872 509</b>
Varekostnader	-325 681	-332 195	-338 838	-349 004
Lønnskostnader	-170 983	-174 402	-177 890	-183 227
Andre driftskostnader	-170 983	-174 402	-177 890	-183 227
<b>EBITDA</b>	<b>146 556</b>	<b>149 488</b>	<b>152 477</b>	<b>157 052</b>
Endring i arbeidskapital	-11 143	-11 812	-12 520	-13 272
Investeringer	-14 882	-19 197	-19 581	-20 372
<b>Kontantstrøm fra drift</b>	<b>120 531</b>	<b>118 479</b>	<b>120 376</b>	<b>123 808</b>
Betalbar skatt	-32 543	-31 989	-32 502	-33 428
<b>Kontantstrøm</b>	<b>87 988</b>	<b>86 490</b>	<b>87 875</b>	<b>90 380</b>

## 6. Avkastningskrav

Når et selskap skal verdsettes etter total kapitalmodellen må kontantstrømmene neddiskonteres, og for å gjøre det trengs et avkastningskrav. Avkastningskravet skal reflektere risikoen i å investere i dette selskapet sammenlignet med andre investeringer (estudie.no, 14.03.17). Siden jeg har valgt total kapitalmodellen, må også avkastningskravet tilsvare total kapitalen, så det er WACC (den veide total kapitalkostnaden) som skal brukes.

For å komme frem til WACC må avkastningskravet til egenkapitalen og gjeldskostnaden etter skatt veies med markedsverdien av egenkapitalandelen og gjeldsandelen. Ulike faktorer som trengs til beregningen er selskapets betaverdi, risikofri rente og markedspremie.

### 6.1 Beta

Betaverdien er selskapets systematiske risiko, med andre ord den risikoen som ikke kan diversifiseres bort. Den måler samvariasjon mellom avkastning på markedet og avkastning på selskapet, i denne sammenhengen Bik Bok AS. Det er to metoder for å regne ut betaverdien, hvor den ene tar utgangspunkt i historiske data og man gjennomfører en regresjonsanalyse på avkastningen til selskapet, og den andre estimerer egenkapitalbeta basert på komparative virksomheters betaverdi. De ulike metodene gjelder henholdsvis for børsnoterte og ikke-børsnoterte selskaper. Bik Bok AS er ikke-børsnotert og jeg må dermed gå via komparative bedrifters betaverdi for å estimere meg frem til en reell betaverdi for Bik Bok AS.

Bedriftene jeg har valgt å bruke data fra for å estimere beta er H&M, MQ Holding, KappAhl, Urban Outfitters og Marks and Spencer. Jeg mener disse aktørene tilbyr produkter til samme kundegruppe, innenfor samme geografiske områder og ikke minst like produkter. De er børsnotert alle sammen, og informasjon angående betaverdier er hentet fra Thomson Reuters Eikon og deres respektive årsrapporter.

Det er noe variasjon i selskapenes betaverdier, hvor H&M og Marks & Spencer har klart høyere verdier enn de tre andre. Dette ser jeg på som naturlig, da disse er to store og godt etablerte markedsaktører. Jeg kom frem til en gjennomsnittlig total kapitalbetaverdi for de fem selskapene på 0,55. Det er denne jeg brukte for å regne ut Bik Bok AS egen egenkapitalbeta, via markedsverdi på egenkapital og gjeld. Den endelige betaverdien jeg kom frem til, og som jeg har brukt videre i oppgaven er 0,64.

## 6.2 Risikofri rente

Risikofri rente er den rente man kan få på en investering uten å ta risiko. Denne defineres som regel som renten i pengemarkedet, men vil mer presist være den renten man kan få på kortsiktige papirer som er utstedt eller garantert av stat eller kommune eller dekkes av banksikringsordningen (klp.no, udatert). Den vanligste måten å finne den risikofrie renten på er å ta utgangspunkt i statsobligasjoner fra Oslo Børs for 3, 5 eller 10 år.

I publikasjonen “Risikopremien i det norske markedet 2016” utført av PwC svarer 41% av respondentene, 143 av NFFs (Norske Finansanalytikers Forening) 1 166 medlemmer, at 10-årig statsobligasjon bør benyttes. Jeg antar at Bik Bok AS kommer til å være i drift i lang tid fremover, basert på deres gode økonomiske historikk og deres evne til å følge med på trender og utvikling i samfunnet, og velger derfor 10 års statsobligasjoner som risikofri rente. I starten av mai 2017 lå denne på 1,62 % (dn.no, 04.05.17) og gjennomsnittet for januar – april 2017 ligger på 1,70 % (norgesbank.no, 09.05.17). Det er rimelig å anta langsiktig drift og jeg velger å bruke 1,70 % som risikofri rente videre i beregningen av avkastningskravet.

## 6.3 Markedspremie

Markedets risikopremie defineres som forskjellen mellom markedsavkastningen og den risikofrie renten. Størrelsen på markedspremien indikerer hvor stor kompensasjon en investor krever for å investere i markedsporteføljen (estudie.no, 14.03.17). Metoder som kan brukes for å finne markedspremien er spørreundersøkelser blant markedsaktører, estimering av implisitt risikopremie og analyse av historisk premie. Jeg velger å bruke spørreundersøkelsen PwC har gjennomført, da jeg stoler på erfarne og kompetente finansanalytikere og økonomer.

I undersøkelsen kommer det frem at markedsrisikopremien i det norske markedet for 2016 ligger på 5 %. Historiske data viser at denne har holdt seg stabil fra 2011 til 2016, medianen er uendret, mens gjennomsnittet kun er preget av små variasjoner (PwC, 2016; 8). Det kommer også frem i publikasjonen at 83 % av respondentene mener det bør benyttes en småbedriftspremie for bedrifter med egenkapital mellom 0 – 5 mrd NOK. Bik Bok AS har en egenkapital etter markedsverdi på 1,115 mrd NOK, og i følge undersøkelsen bør det tillegges en småbedriftspremie på 3,7 %. Med utgangspunkt i markedets risikopremie for 2016 og påslaget for småbedriftspremien, ender jeg opp med en markedspremie på:  $5 \% + 3,7 \% = 8,7 \%$ . Det er denne markedspremien jeg velger å bruke videre i beregningene.



## 6.4 Egenkapitalandel og gjeldsandel

I beregningen av WACC skal markedsverdien av egenkapital og gjeld være utgangspunktet. Verdiene fra balanseregnskapet vil derfor gi feil verdi. I og med at WACC beregnes ved hjelp av egenkapital- og gjeldsandelen og disse igjen er avhengig av WACC har jeg prøvd og feilet for å komme frem til andelene.

Fra balanseregnskapet kommer det frem en egenkapitalandel på 34 % og en gjeldsandel på 66 %, pr. 31.12.15. For å finne markedsverdien på gjeld regnet jeg meg frem til selskapets rentebærende gjeld, og ved hjelp av et foreløpig avkastningskrav regnet jeg frem nåverdien av selskapet, som jeg brukte som markedsverdi av egenkapitalen. Ut ifra dette kom jeg frem til en totalt annerledes fordeling, med egenkapitalandel på 86% og gjeldsandel på 14%. Relativt stor forskjell fra hva balanseregnskapet tilsier. Det er disse andelene som er brukt for videre beregninger i oppgaven.

<b>Avkastningskrav</b>	<b>10,00 %</b>
<b>Nåverdi</b>	<b>1 339 563 kr</b>
Kontanter	7 221
Gjeld	231 134
<b>Verdi</b>	<b>1 115 650 kr</b>
Verdi per aksje	148 kr

Netto rentebærende gjeld	
Sum gjeld	231 134
-Skyldige offentlige avgifter	37 579
-Betalt skatt	8 391
+Bankinnskudd, kontanter o.l	7 220
<b>Sum rentebærende gjeld</b>	<b>177 944</b>

Tallene er i 1000, både på bilde fra Excel og tabellen over.

## 6.5 Kreditrisikopremie

Kreditrisikopremie er forskjellen i rente mellom risikofrie statsobligasjoner og andre obligasjoner (Finansportalen.no, 11.11.15). Det er rett og slett en kompensasjon som kreves for å sikre seg mot at gjelden blir betalt. Jo høyere rente, jo høyere risiko for at selskapet ikke betaler tilbake gjelden. Kreditrisiko blir kategorisert etter scoring, der AAA er høyeste score og C eller D er laveste score. Scoringen forteller oss hvor stor risiko det er for at selskapet går konkurs.

I årsrapporten til Bik Bok AS for regnskapsåret 2015 kommer det frem fra revisor at selskapet er i liten grad utsatt for kreditrisiko da de har mest kontantsalg. Via Proff Forvalt sine sider er kredittrisikoen til Bik Bok AS målt til B2 og B3, hvor B2 gjelder den langsiktige risikoen. Det er den jeg velger å bruke, i og med at oppgaven baseres på lang sikt. Ut ifra tabellen under havner jeg dermed på en kreditrisikopremie på 4,50%.

*For smaller non-financial service companies with market cap < \$ 5 billion*

<i>If interest coverage ratio is</i>	<i>Column1</i>	<i>Column2</i>	<i>Column3</i>
>	≤ to	Rating is	Spread is
12.5	100000	Aaa/AAA	0.60%
9.5	12.499999	Aa2/AA	0.80%
7.5	9.499999	A1/A+	1.00%
6	7.499999	A2/A	1.10%
4.5	5.999999	A3/A-	1.25%
4	4.499999	Baa2/BBB	1.60%
3.5	3.999999	Ba1/BB+	2.50%
3	3.499999	Ba2/BB	3.00%
2.5	2.999999	B1/B+	3.75%
2	2.499999	B2/B	4.50%
1.5	1.999999	B3/B-	5.50%
1.25	1.499999	Caa/CCC	6.50%
0.8	1.249999	Ca2/CC	8.00%
0.5	0.799999	C2/C	10.50%
-100000	0.499999	D2/D	14.00%

[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ratings.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm)

## 6.6 Avkastningskrav til totalkapital (WACC)

Ved hjelp av tallene som er regnet ut i kapittel 6, har jeg kommet frem til et avkastningskrav på totalkapitalen.

<b>Avkastningskrav til totalkapitalen, WACC</b>	
Risikofri rente	1,70 %
Markedets risikopremie	8,70 %
Egenkapitalbeta	0,64
<b>Avkastningskrav til egenkapitalen</b>	<b>6,64 %</b>
Risikofri rente	1,70 %
Kredittrisiko	4,50 %
Skattesats	27,00 %
<b>Avkastningskrav til gjeld</b>	<b>4,53 %</b>
Egenkapitalandel	86,24 %
Gjeldsandel	13,76 %
<b>Avkastningskrav til totalkapitalen, WACC</b>	<b>6,36 %</b>

## 7. Verdsettelse

Det er på tide å sette alle analyser og tall i system, og få frem en verdi på Bik Bok AS. Som nevnt i strukturavsnittet kommer verdsettelsen i kapittel 7. Den tar som sagt utgangspunkt i ulike strategiske analyser og ulike estimeringer og beregninger jeg har gjort hittil i oppgaven.

### 7.1 Totalkapitalmodellen

De estimerte kontantstrømmene og avkastningskravet fra kapittel 6 er de verktøyene som trengs for å verdsette Bik Bok AS ved hjelp av totalkapitalmodellen. I og med at jeg regner med at Bik Bok AS ikke avslutter driften i 2026, men fortsette med en evig vekst på 1 %, må jeg beregne et terminalledd. Terminalleddet tar med seg verdien av kontantstrømmer som kommer etter de budsjetterte kontantstrømmene jeg har estimert.

Terminalleddet har jeg kommet frem til ved å gange den siste estimerte kontantstrømmen med vekstfaktoren for så å dele dette på WACC fratrukket vekstfaktoren. Verdien som kommer frem legges til den siste kontantstrømmen i den budsjetterte perioden, som her vil si i 2026. For å finne verdien av kontantstrømmene i dag diskonterer jeg med WACC.

Disse utregningene gir meg til slutt en totalkapitalverdi på 1 645 844 000 NOK.

<b>Totalkapitalverdi</b>	
Evig vekstrate	1,00%
WACC	6,36%
Terminalverdi	1 836 511 000
Nåverdi av terminalverdien	931 745 000
Nåverdi av budsjetterte kontantstrømmer	714 100 000
<b>Totalkapitalverdi</b>	<b>1 645 844 000</b>

For å finne verdien av egenkapitalen, trekkes netto rentebærende gjeld fra totalkapitalverdien, som gir en egenkapitalverdi på 1 467 900 000 NOK. Som gir en endelig egenkapitalandel på 89,19 %.

<b>Egenkapitalverdi</b>	
Totalkapitalverdi	1 645 844 000
Netto rentebærende gjeld	177 944 000
<b>Egenkapitalverdi</b>	<b>1 467 900 000</b>
<b>Egenkapitalandel</b>	<b>89,19 %</b>

## 7.2 Verdsettelse ved bruk av multiplikator

Jeg har valgt å bruke fire ulike multipler og fem ulike selskaper i min multippelanalyse. Det gjør jeg på bakgrunn av at mer data gir mer validitet til resultatet som kommer ut. Multiplene jeg har valgt å bruke er både resultat- og balansebasert; P/E, P/B, EV/EBITDA og EV/Salg. De fem forskjellige selskapene jeg har valgt er H&M, KappAhl, MQ Holding, Urban Outfitters og Marks & Spencer. Her er det aktører som tilbyr like produkter innenfor samme målgruppe, geografiske plasseringer og de befinner seg på samme sted i verdikjeden.

<b>Multipler</b>	
P/E	16,914

P/B	3,346
EV/EBITDA	8,586
EV/SALG	1,2
<b>Regnskapstall Bik Bok AS</b>	
Salgsinntekter	912 783 000
Langsiktig gjeld	0
EBITDA	131 657 000
EBIT	103 726 000
Resultat etter skatt	66 552 000
Bankinnskudd	7 221 000
Egenkapital	1 115 650 000
<b>Verdi Bik Bok AS med multipler</b>	
P/E	1 125 661 000
P/B	3 732 965 000
EV/EBITDA	1 192 407 000
EV/SALG	1 095 340 000
<b>Gjennomsnittlig verdi</b>	<b>1 786 593 000</b>

Verdien jeg fikk var 1 786 593 000 NOK. Den er ca. 140 millioner kroner høyere enn verdien jeg endte opp med i total kapitalmodellen, men på bakgrunn av at en multiplanalyse gir et grovt anslag på verdien, synes jeg det er et rimelig anslag. Når det er snakk om så store pengesummer, estimerer med mye forutsetninger og selskaper som ikke er identiske er det helt naturlig med et avvik. I og med at de selskapene jeg har valgt å sammenligne med i tillegg produserer klær for både kvinner, menn, barn og voksne ser jeg det som naturlig at verdien som kommer ut av sammenligningen er høyere enn den estimerte verdien via total kapitalmodellen.

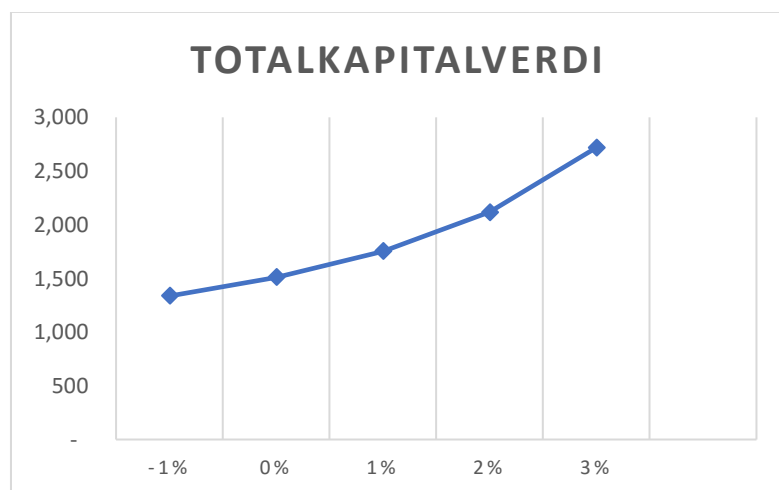
## 8. Sensitivitetsanalyse

Verdsettelsen av selskapet bygger på antakelser og estimerer regnet ut ifra historiske regnskapstall, analyser av markedet og forventet vekst. Dette fører til stor grad av usikkerhet i verdien jeg har analysert meg frem til. På bakgrunn av det har jeg sett nærmere på ulike faktorer i en sensitivitetsanalyse, hvor jeg har lagt inn mulige endringer i faktorer som lett kan

påvirke selskapets endelige verdi. Jeg ser på faktorene isolert sett gjennom å endre disse i kontantstrømprognoen, og ut ifra dette få frem en ny verdi. I og med at noen faktorer er avhengige, vil verdien som kommer frem i enkelte tilfeller være misvisende, men det gir i det minste en indikasjon på hvilke usikkerhetsmomenter som vil ha størst innvirkning på verdien av Bik Bok AS. Faktorene jeg har valgt å se på er endring i langsiktig vekst, beta og driftsmargin.

## 8.1 Vekstrate

Jeg har satt en langsiktig vekstrate på 1% etter år 2021, på bakgrunn av tilspissende konkurranseintensitet i bransjen og miljøtrenden som trolig vil gjøre befolkningen mer oppmerksom og bevisst rundt sine shoppingvaner. Hvis det viser seg at den evige veksten faller med 2 prosentpoeng og ender på -1% vil verdien av Bik Bok AS synke med 24 %. Hvis situasjonen endrer seg i form av at selskapet klarer å utvikle noe nytt og verdiskapende, som ikke går på bekostning av miljøet, eller at det blir en såkalt dille å være miljøbevisst i henhold til shopping, og vekstraten øker med 2 prosentpoeng til 3%, vil det føre til en verdiøkning på hele 55 %. Det er med andre ord tydelig at en liten feil i estimatene kan utgjøre store avvik fra verdien på selskapet. Evig vekstrate er en kritisk faktor i verdsettelsen av et selskap.



## 8.2 Beta

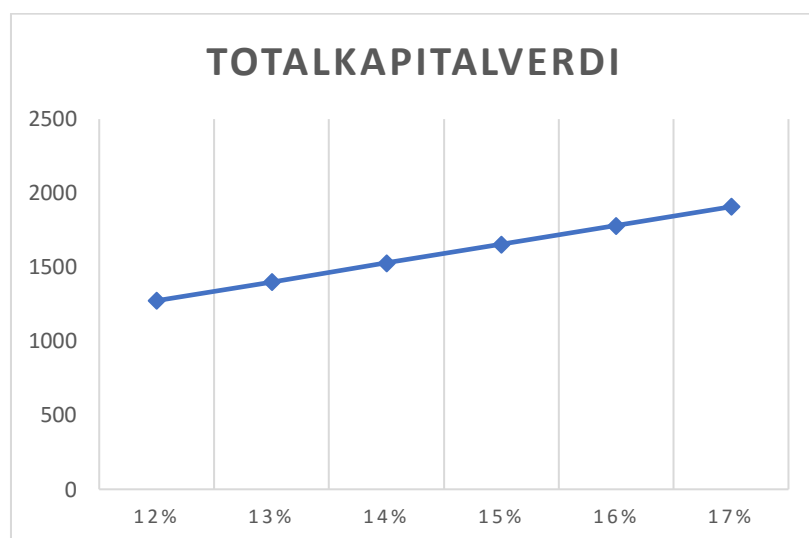
Betaen er en verdi med stor usikkerhet, med tanke på at den er beregnet ut ifra andre bedrifters betaverdier. Selskapene jeg har valgt har både likheter og ulikheter med Bik Bok AS, og vil derfor være et usikkert moment. En av de største ulikhetene er at de tallene jeg bruker for Bik Bok AS er kun for Norge, mens de andre selskapene inneholder samlede tall

for hele bedriften. Vi kan se på tabellen jeg har laget under, at små endringer i betaen, utgjør store avvik i total kapitalverdien. Hvis den synker med 0,3, øker verdien med hele 100,76%, og hvis den øker med 0,3 vil verdien reduseres med 33%. Tallene viser klart at dette er en av de mest kritiske faktorene som påvirker den endelige verdien av Bik Bok.

Endring beta	-0,3	-0,2	-0,1	0	0,1	0,2	0,3
Beta	0,34	0,44	0,54	0,64	0,74	0,84	0,94
WACC	3,67 %	4,57 %	5,47 %	6,36 %	7,26 %	8,16 %	9,05 %
NV Kontantstrøm	825 292	785 533	748 546	714 100	681 981	652 000	623 984
Total kapitalverdi	3 304 145	2 473 647	1 976 655	1 645 844	1 409 791	1 232 874	1 095 340
Endring i TK	100,76 %	50,30 %	20,10 %	0,00 %	-14 %	-25 %	-33 %

### 8.3 Driftsmargin

Driftsmargin er en kritisk faktor, da det har en direkte påvirkning på overskudd og derav verdi. I og med at Bik Bok AS er utsatt for valutakursendringer, kan marginen endres raskt, hvis prisene holdes faste. De har historisk sett jevne svingninger i marginen, med alt fra 11 – 22 %, i en verdivurdering har jeg satt et gjennomsnitt som fast, da det er en beregning over flere år. Men hvis det skulle være endringer i gjennomsnittet, vil det gi klare utslag. Med en driftsmargin på 12 % fremfor 15 %, vil verdien reduseres med 33 %. På den andre siden vil verdien øke med 15 % hvis det blir gode tider og marginen ender på 17 %. Det er med andre ord en faktor som er sensitiv for endringer, den negative veien større enn den positive veien.



## 8.4 Konklusjon

Ut ifra sensitivitetsanalysen har jeg sett at de fleste usikkerhetsmomentene har stor innvirkning på den endelige verdien av selskapet. Alle de tre faktorene jeg har testet ut virker for meg som like usikre og kritiske, men det er tydelig at betaverdien er den som gir størst utslag. Det er også denne verdien det ligger størst usikkerhet rundt, da den er beregnet på andre selskaper. I estimeringen av driftsmarginen og langsiktig vekstrate ligger det stor usikkerhet fordi utvikling i konkurransesituasjonen også er en usikker faktor, og ikke noe jeg kan spå med sikkerhet. Det kommer tydelig frem i analysen at en feilvurdering her fører til store avvik i verdivurderingen.

## 9. Konklusjon

Formålet med denne oppgaven har vært å komme frem til en realistisk verdi på Bik Bok AS pr. 31.12.2016. Bik Bok AS er en godt etablert aktør i klesbransjen og har levert gode resultater de siste 10 årene til tross for høy konkurranseintensitet.

Jeg har brukt kontantstrømmodellen, nærmere bestemt total kapitalmodellen for å komme frem til et verdiestimat. De strategiske analysene og regnskapsanalysen er grunnlaget for de fremtidig estimerte kontantstrømmene. Kontantstrømmene er neddiskontert til dagens verdi ved hjelp av et avkastningskrav, for så å addere den med en utregnet terminalverdi, som gir en endelig verdi. For å bekrefte at verdien er realistisk har jeg brukt en multippelanalyse som sammenligningsgrunnlag.

Total kapitalmodellen gav meg et verdiestimat på total kapitalen på 1 645 844 000 NOK. Verdsettelsen ved bruk av multipler gav meg en total kapitalverdi på 1 786 593 000 NOK. På bakgrunn av at multippelanalyse er beregnet på andre selskapers verdier, og dermed kun gir et grovt anslag på verdien, konkluderer jeg med at den estimerte verdien via total kapitalmodellen er mest realistisk. Jeg konkluderer derfor med at verdien på Bik Bok AS per. 31.12.2016 er 1 645 844 000 NOK.

Verdien er basert på antagelser og forutsetninger i både markedsutsikter og regnskapsmessig, derav ligger det mye usikkerhet i den endelige verdien. På bakgrunn av dette og for å avdekke de usikre momentene har jeg gjennomført en sensitivitetsanalyse, som viser hvor mye verdien



avhenger av beta, evig vekstrate og driftsmargin. Her kom det frem at verdien er følsom for endringer i de estimerte faktorene. Verdien jeg har analysert meg frem til i oppgaven er derfor kun et estimat på den virkelige verdien, og kan ikke sees på som reell verdi av Bik Bok AS.

## Vedlegg 1: Herfindahl-indeks

<b>Bedrift</b>	<b>Markedsandel</b>
H&M	14,6 %
Cubus	8,2 %
Texcon	6,0 %
Dressmann	4,0 %
Lindex	3,9 %
KappAhl	3,8 %
Match	2,9 %
Spar Kjøp	2,7 %
Bik Bok	2,2 %
Carlings	1,7 %
Vic	1,7 %
Høyer	1,5 %
B-young	1,4 %
PM Retail	0,9 %
Gina Tricot	1,1 %
Floyd	0,9 %
Vivikes	0,8 %
Zara Norge	0,9 %
Boys Of Europe	0,9 %
Urban	0,9 %
Polarn O. Pyret	0,4 %
Change Lingerie	0,4 %
Wow	0,4 %
Bogerud	0,3 %
Resten	36,1 %
<b>Herfindahl-indeks</b>	<b>0,421</b>

## Vedlegg 2: Tidligere kontantstrømmer

<b>År</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>739 752</b>	<b>770 750</b>	<b>751 906</b>	<b>912 783</b>
Varekostnader	-284 094	-302 471	-271 540	-355 875
Lønnskostnader	-160 164	-165 215	-165 831	-209 950
Andre driftskostnader	-161 953	-177 722	-168 193	-215 301
<b>EBITDA</b>	<b>133 541</b>	<b>125 342</b>	<b>146 342</b>	<b>131 657</b>
Endring i arbeidskapital	-4 072	29 143	-37 114	-35 900
Investeringer	-42 591	-18 315	-18 674	-21 000
<b>Kontantstrøm fra drift</b>	<b>86 878</b>	<b>136 170</b>	<b>90 554</b>	<b>74 757</b>
Betalbar skatt	-23 457	-36 766	-24 450	-20 184
<b>Kontantstrøm</b>	<b>63 421</b>	<b>99 404</b>	<b>66 104</b>	<b>54 573</b>

## Vedlegg 3: Utrekning av betaverdi

<b>H&amp;M</b>	
Beta	0,90
Egenkapital	16 857
Gjeld	1 136
Totalkapitalbeta	0,84
Egenkapitalbeta Bik Bok	0,978
<b>KappAhl</b>	
Beta	0,58
Egenkapital	18 048
Gjeld	13 029
Totalkapitalbeta	0,34
Egenkapitalbeta Bik Bok	0,391
<b>MQ Holding</b>	
Beta	0,6
Egenkapital	1 077 873
Gjeld	728 838
Totalkapitalbeta	0,36
Egenkapitalbeta Bik Bok	0,415
<b>Urban Outfitters</b>	
Beta	0,62
Egenkapital	1 137 227
Gjeld	696 074
Totalkapitalbeta	0,38
Egenkapitalbeta Bik Bok	0,446
<b>Marks &amp; Spencer</b>	
Beta	0,95
Egenkapital	34 434
Gjeld	5 033
Totalkapitalbeta	0,83
Egenkapitalbeta Bik Bok	0,961
Gjennomsnittlig totalkapitalbeta	0,55
Egenkapital Bik Bok AS	1 115 650
Gjeld Bik Bok AS	177 944
<b>Egenkapitalbeta Bik Bok AS</b>	<b>0,64</b>

## Vedlegg 4: Kredittrating

Hentet fra Proff Forvalt. Bilde ville ikke laste inn, til tross for at jeg ventet og oppdaterte i flere nettlesere og timer.

### Konkursrating



Sannsynligheten for at et firma går konkurs avhenger av mange faktorer. Denne modellen baserer seg kun på firmaets regnskapstall, og kan dermed ikke ene og alene si om et firma er på vei til å gå konkurs. Proff Forvalt tar forbehold om feil i regnskapstallene, som medfører at ratingen ikke blir korrekt.

### Historisk rating



Loading chart. Please wait

### Gjeldende rating

Rating-type	Rating	Beskrivelse
<a href="#">Kortsiktig</a>	B3 - Moderat risiko	Med tilstrekkelig sikkerhet og informasjon vil firmaet kunne betjene kreditt på kort sikt. Mer usikker enn topprating A.
<a href="#">Mellom-/langsiktig</a>	B2 - Moderat risiko	Liten sannsynlighet for konkurs. Vil med tilstrekkelig sikkerhet og informasjon kunne betjene kreditt. Har noe høyere risiko enn bedrifter i med rating A, men ikke høyere enn gjennomsnittet.
<a href="#">Langsiktig</a>	B2 - Moderat risiko	Med tilstrekkelig sikkerhet og informasjon vil firmaet kunne betjene kreditt på lang sikt. Har noe høyere risiko enn bedrifter med rating A og vil være noe svakere rustet i nedgangstider.

# Kilder

## Bøker

Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M., Schaefer, S. (2013) *Economics Of Strategy, International Student Version*. Sixth Edition. Asia: John Wiley & Sons Pte Ltd.

Kaldestad, Y. & Møller, B. (2015) *Verdivurdering, Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Bergen: Fagbokforlaget.

Løvendahl, B.R. & Wenstøp, F. (2012) *Grunnbok i Strategi*. 3. Utgave. Oslo: Cappelen Akademisk.

Roos, G., Von Krogh, G., Roos, J. & Boldt-Christmas, L. (2014) *Strategi – en innføring*. 6. Utgave. Bergen: Fagbokforlaget.

## Internett

BikBok (udatert a). *Om BikBok*. Hentet 28.02.2017 fra:  
<<https://bikbok.com/no/bedriftsider/om-bik-bok/om-bik-bok/>>

BikBok (udatert b). *BikBokLife*. Hentet 28.02.2017 fra:  
<<https://bikbok.com/no/bedriftsider/bik-bok-life/les-mer-om-medlemskapet/>>

eStudie.no (20.05.2015). *Hvilke ressurser har en virksomhet?* Hentet 18.04.17 fra:  
<<https://estudie.no/hvilke-ressurser-har-en-virksomhet/>>

eStudie.no (10.04.2015). *SVIMA/VRIO - analyse*. Hentet 18.04.17 fra:  
<<https://estudie.no/vrio-analyse-ressursanalyse/>>

eStudie.no (05.03.2017). *Pestel-analyse*. Hentet 18.04.17 fra:  
<<https://estudie.no/pestel-analyse/>>

eStudie.no (14.03.2017). *Avkastningskrav*. Hentet 18.04.17 fra:  
<<https://estudie.no/avkastningskrav/>>

eStudie.no (05.03.2017). *Kapitalverdimodellen (CAPM)*. Hentet 18.04.17 fra:  
<<https://estudie.no/kapitalverdimodellen-capm/>>

eStudie.no (05.03.2016). *Totalkapitalmodellen (EBITDA)*. Hentet 18.04.17 fra:  
<<https://estudie.no/totalkapitalmetoden-ebitda/>>

eStudie.no (15.03.2017). *Nåverdimetoden (kontantstrømmetoden)*. Hentet 18.04.17 fra:  
<<https://estudie.no/naverdi-av-kontantstrom/>>

Finansportalen (16.10.2015). *Risiko og avkastning i obligasjonsfond*. Hentet 18.04.17 fra:  
<<https://www.finansportalen.no/andre-valg/artikler/risiko-og-avkastning-i-obligasjonsfond/>>

H&M (2017). *Annual report 2016*. Hentet 04.05.2017 fra:  
<<http://about.hm.com/content/dam/hmgroup/groupsite/documents/masterlanguage/Annual%20Report/Annual%20Report%202016.pdf>>

Investopedia (udatert). *Herfindahl-Hirschman Index – HHI*. Hentet 25.03.2017 fra:  
<<http://www.investopedia.com/terms/h/hhi.asp>>

KappAhl (08.11.2016). *Årsrapport 2016, del 2*. Hentet 04.05.2017 fra:  
<[https://www.kappahl.com/globalassets/corporate/investors/annual--interim-reports/20152016/kappahl\\_arsredovisning\\_2015-16\\_del2.pdf](https://www.kappahl.com/globalassets/corporate/investors/annual--interim-reports/20152016/kappahl_arsredovisning_2015-16_del2.pdf)>

Marks and Spencer (2017). *Annual report 2016*. Hentet 04.05.2017 fra:  
<[http://annualreport.marksandspencer.com/M&S\\_AnnualReport\\_2016.pdf](http://annualreport.marksandspencer.com/M&S_AnnualReport_2016.pdf)>

MQ Holding (2017). *Årsredovisning MQ Holding 2015/2016*. Hentet 04.05.2017 fra:  
<[http://ir.mq.se/sites/default/files/spot/files/mq\\_ar\\_2016\\_sve\\_final\\_161214\\_0.pdf](http://ir.mq.se/sites/default/files/spot/files/mq_ar_2016_sve_final_161214_0.pdf)>

Norges Bank (Daglig kl. 16, ref. Hentet dato). *Statsobligasjoner månedsgjennomsnitt*. Hentet 09.05.17 fra:  
<<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>>

PwC (2017). *Risikopremien i det norske markedet 2016*. PriserwaterhouseCoopers og Norske Finansanalytikere forening. Hentet 12.04.2017 fra:  
<<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremie/risikopremien-2016.html>>

Risanger (udatert c). *Tollfri grense øker fra 200 til 350 kroner*. Hentet 21.03.17 fra:  
<<https://risanger.no/privat/tollfri-grense-okker-fra-200-til-350-kroner>>

Statistisk Sentralbyrå (25.04.2017). *Fakta om norsk økonomi*. Hentet 18.04.17 fra:  
<<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/nokkeltall/fakta-om-norsk-okonomi>>

Statistisk Sentralbyrå (14.12.2016). *BNP per innbygger, prisnivåjustert, 2013-15*. Hentet 18.04.17 fra:  
<<https://www.ssb.no/ppp>>

Urban Outfitters (2017). *FY 2016 Annual Review*. Hentet 04.05.2017 fra:  
<<http://investor.urbn.com/phoenix.zhtml?c=115825&p=irol-reportsannual>>

Varner (udatert d). *Bærekraft*. Hentet 08.03.2017 fra:  
<<http://varner.com/no/sustainability/>>

Varner (udatert e). *Bærekraft: Mennesker*. Hentet 08.03.2017 fra:  
<<http://varner.com/no/sustainability/mennesker/>>

Varner (udatert f). *Bærekraft: Miljø*. Hentet 08.03.2017 fra:  
<<http://varner.com/no/sustainability/miljoe/>>

Varner (udatert g). *Bærekraft: Dyrevelferd*. Hentet 08.03.2017 fra:  
<<http://varner.com/no/sustainability/dyrevelferd/>>

Varner (udatert h). *Bærekraft: Materialer*. Hentet 08.03.2017 fra:  
<<http://varner.com/no/sustainability/materials/>>

Varner (udatert i). *Bærekraft: Samarbeid & Nettverk*. Hentet 08.03.2017 fra:  
<[http://varner.com/no/sustainability/partners\\_no/](http://varner.com/no/sustainability/partners_no/)>

Virke (2015). *Netthandelsstatistikk 2015*. Hentet 16.03.2017 fra:  
<<https://www.virke.no/globalassets/bransje/gamle-bransjedokumenter/netthandelsstatistikk2015.pdf>>

Virke (15.10.2015). *Klesprisene går opp*. Hentet 16.03.2017 fra:  
<<https://www.virke.no/bransjer/bransjeartikler/klesprisene-gar-opp.--dette-er-ventet-sier-virke/>>

Virke (22.09.2015). *Sterk netthandelsvekst*. Hentet 16.03.2017 fra:  
<<https://www.virke.no/bransjer/bransjeartikler/sterk-netthandelsvekst/>>

Virke (29.05.2015). *Norske butikkjeder går på nett*. Hentet 16.03.2017 fra:  
<<https://www.virke.no/bransjer/bransjeartikler/norske-butikkjeder-gar-pa-nett/>>

Virke (29.05.2015). *Norge en handelsnasjon*. Hentet 16.03.2017 fra:  
<<https://www.virke.no/bransjer/bransjeartikler/norge--en-handelsnasjon/>>

Virke (25.03.2015). *Vi netthandlet for nesten 70 milliarder*. Hentet 16.03.2017 fra:  
<<https://www.virke.no/bransjer/bransjeartikler/vi-netthandlet-for-nesten-70-milliarder/>>

Virke (15.01.2015). *Utsikter for norsk handel 2015*. Hentet 16.03.2017 fra:  
<<https://www.virke.no/bransjer/bransjeartikler/utsikter-for-norsk-handel-2015/>>

Virke (2015). *eHandelsbarometer Q2 2015*. Hentet 16.03.2017 fra:  
<[https://www.virke.no/globalassets/analyse/bransjeanalyser/ehandelsbarometeret\\_q2\\_2015.pdf](https://www.virke.no/globalassets/analyse/bransjeanalyser/ehandelsbarometeret_q2_2015.pdf)>

Virke (05.2015). *Netthandel blant norske butikkjeder*. Hentet 16.03.2017 fra:  
<<https://www.virke.no/globalassets/analyse/bransjeanalyser/netthandel-blant-norske-butikkjeder.pdf>>

Virke (2015). *Virkes eHandelsbarometer Q3 2015*. Hentet 21.03.17 fra:  
<<https://www.virke.no/tjenester/rapporter-analyse/rapporter/virkes-e-handelsbarometer-3.-kvartal-2015/>>

Virke (2016). *Virkes eHandelsbarometer Q4 2015*. Hentet 21.03.17 fra:  
<<https://www.virke.no/tjenester/rapporter-analyse/rapporter/virkes-e-handelsbarometer-4.-kvartal-2015/>>

Virke (2015). *Virkes eHandelsbarometer Q1 2015*. Hentet 21.03.17 fra:  
<<https://www.virke.no/tjenester/rapporter-analyse/rapporter/virkes-e-handelsbarometer-1.-kvartal-2015/>>



Virke (2015). *Utsikter for norsk handel 2016*. Hentet 21.03.17 fra:  
<<https://www.virke.no/tjenester/rapporter-analyse/rapporter/utsikter-for-norsk-handel-2016/>>

Virke (2017). *Kleskjedene 2016*. Hentet 18.04.17 fra:  
<<https://www.virke.no/tjenester/rapporter-analyse/rapporter/kleskjedene-2016/>>

Virke (2016). *Kleskjedene 2015*. Hentet 28.02.17 fra:  
<<https://www.virke.no/globalassets/analyse/bransjeanalyser/kleskjedene-2015.pdf>>

## Annet

Aanesen, L., Andersen, E. & Ardite Kastrati, V. (2014) *Hva er verdien av BliVakker.no AS per 31.12.2013?* Høgskolen i Oslo: Økonomi og administrasjon, avdeling samfunnsfag.

Årsrapport 2015 Bik Bok AS – bestilt fra Proff Forvalt