

NHH



Fundamental verdsettelse av Kolonial.no

Albesjan Gashi & Henrik Ruben Menøy

Veileder: Frøystein Gjesdal

Selvstendig arbeid - Masterstudiet i økonomi- og administrasjon, Finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

Formålet med denne oppgaven er å estimere egenkapitalverdien til Kolonial per 31.12.2019. Hovedteknikken som benyttes er fundamental verdsettelse, supplert med en scenarioanalyse. Fundamental verdsettelse omfatter neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer til dagens verdi. Scenarioanalysen består av en sannsynlighetsvekting av ulike «tilstander» et selskap kan utvikle seg til. Denne oppgaven tar for seg 3 ulike scenarioer, et optimistisk, forventet, og pessimistisk (konkurs). Hovedfokuset vil ligge i estimeringen av det forventede.

Det norske dagligvaremarkedet er preget av relativt få og store aktører. Leverandørleddet er svært konsentrert, og vareutvalget er lite sammenlignet med andre land. Prisdiskriminering mellom aktørene har lenge vært et sentralt tema, hvor oppnåelige innkjøpsbetingelser i stor grad knyttes til størrelse. Importvernet for å beskytte norske produsenter er en viktig forklaringsfaktor for strukturen i markedet, og styrker forhandlingsmakten til leverandørene. Etableringsbarrierene er derfor høye, og analysering av et relativt ungt og innovativt selskap i denne bransjen er derfor en interessant problemstilling. En innføring av en ny lov som omfatter leverandørforhold i dagligvaremarkedet, kan potensielt lette på etableringsbarrierene.

Kolonial er et relativt ungt selskap, og det reflekteres gjennom en del røde, men raskt voksende tall i regnskapet. Verdiestimatet av yngre selskaper hentes i større grad fra forventningene tilknyttet fremtidig vekst. Den kvantitative informasjonen fra dagens regnskap sier lite om dette, og vi har dermed basert forutsetninger og antakelser i større grad på den kvalitative strategiske analysen. Vi finner et stort potensial for det nettbaserte dagligvaremarkedet, og gode fremtidsutsikter som antyder videre drift for Kolonial.

Fra den fundamentale verdsettelsen ble et estimat på 882 718 697 NOK utarbeidet. Gjennomføring av scenarioanalysen bidro videre til en bedre fremstilling av usikkerheten tilknyttet dette estimatet, og ga en ytterligere justering av estimatet til 960 223 983 NOK.

Forord

Denne avhandlingen markerer avslutningen på studiet i økonomi og administrasjon. Den er skrevet høsten 2020 som en del av masterstudiet ved Norges Handelshøyskole, med finansiell økonomi som hovedprofil.

Valget falt videre på verdsettelse siden vi anser dette som et relativt bredt og lærerikt tema, som tar for seg både kvantitative og kvalitative aspekter innenfor et selskap. Det ga oss muligheten til å kunne anvende eksisterende teori, og samtidig sette egne forutsetninger og tilnærminger. I tillegg til det, ønsket vi å skrive om et dagsaktuelt tema, og den store debatten om prisdiskriminering i dagligvarebransjen fanget fort interessen vår. Valget falt videre på Kolonial.no som har vært sentral i denne debatten og mye omtalt på grunn av at det er en nyetablert virksomhet som baserer seg på nettet.

Det har vært en lang og givende prosess, samtidig som det har vært veldig lærerikt og har gitt oss en verdifull innsikt i dagligvarebransjen. Til slutt ønsker vi å rette en takk til vår veileder Frøystein Gjesdal som har vært svært imøtekommende og gitt oss gode råd og konstruktive tilbakemeldinger. Videre ønsker vi å takke Kjell Henry Knivsflå for besvarelse av ytterligere spørsmål tilknyttet hans presenterte teori i kurset BUS440A.

Norges Handelshøyskole

Bergen, Desember 2020



Albesjan Gashi



Henrik Ruben Menøy

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	2
Forord	3
Innholdsfortegnelse	4
1. Innledning	9
1.1 Målsetning	9
1.2 Avgrensninger	9
1.3 Struktur	10
2. Introduksjon av bransjen og Kolonial	11
2.1 Et overblikk over industrien	11
2.1.1 Prisforskjeller	13
2.1.2 Kundetilfredshet i Norge	13
2.1.3 Høyeste prisnivået i Norden	14
2.2 Kolonial.no	15
2.2.1 Deres fremtidige vekst	18
2.2.2 Vår opplevelse med Kolonial.no	18
2.2.3 Konkurrenter	19
2.2.4 Hvordan Kolonial.no skiller seg fra sine konkurrenter	23
3. Valg av verdivurderings teknikker	25
3.1 Fundamental verdsettelse	25
3.1.1 Egenkapitalmetoden	25
3.1.2 Selskapskapitalmetoden	26
3.2 Komparativ verdsettelse	26
3.2.1 Multiplikatormetoden	27
3.2.2 Substanseverdimetoden	27
3.3 Opsjonsbasert verdivurdering	28
3.4 Valg av verdivurderings teknikk	28
3.5 Rammeverk for fundamental verdivurdering	31
4. Strategisk analyse	33
4.1 PESTEL- Analyse	33
4.1.1 Politiske og legale forhold	34
4.1.2 Økonomiske forhold	38
4.1.3 Sosiokulturelle forhold	40
4.1.4 Teknologiske forhold	43
4.1.5 Miljømessige forhold	45

4.1.6 Oppsummering PESTEL	47
4.2 Porters fem konkurransekrefter	49
4.2.1 Intern rivalisering	50
4.2.2 Kundenenes forhandlingsmakt	53
4.2.3 Leverandørens forhandlingsmakt	54
4.2.4 Trusler fra nyetableringer	57
4.2.5 Trusler fra substitutter	59
4.2.6 Oppsummering	59
4.3 Intern analyse - VRIO	60
4.3.1 Teknologi	62
4.3.2 Nettbasert	63
4.3.3 Lokalisering	64
4.3.4 Størrelse	65
4.3.5 Oppsummering VRIO	66
4.4 Oppsummering av strategisk analyse	67
4.5 SWOT-Analyse	69
4.5.1 Styrker	70
4.5.2 Svakheter	71
4.5.3 Muligheter	71
4.5.4 Trusler	72
4.5.5 Oppsummering SWOT-Analyse	72
4.6 Strategisk vekstanalyse	72
5. Regnskapsanalyse	74
5.1 Praktiske valg	74
5.1.1 Valg av analysenivå	74
5.1.2 Valg av analyseperiode	75
5.1.3 Valg av komparative virksomheter	75
5.2 Presentasjon av rapporterte tall	76
5.2.1 Resultatregnskap	76
5.2.2 Balanseregnskap	77
5.2.3 Endring i egenkapital	78
5.3 Omgruppering av resultatregnskapet	79
5.3.1 Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat	80
5.3.2 Steg 2 og steg 3: Fordeling av fullstendig nettoresultat og identifisering av normale og unormale poster	80
5.3.3 Steg 4: Fordeling av skattekostnaden	81
5.4 Omgruppering av balanse	84
5.4.1 Omgruppering av kontantstrøm	86
5.5 Presentasjon av omgruppert og justert resultat, balanse og kontantstrøm for Kolonial.no	87

5.6 Presentasjon av omgruppert og justert resultat, balanse og kontantstrøm for Bunnpris	89
6. Analyse av risiko	91
6.1 Likviditetsanalyse	92
6.1.1 Gjeldsdekning i balansen	92
6.1.2 Gjeldsdekning gjennom nettoresultat	96
6.2 Soliditetsanalyse	98
6.2.1 Egenkapitalandel	98
6.2.2 Analyse av lønnsomhet	99
6.2.3 Analyse av kapitalstruktur	100
6.3 Oppsummering – syntetisk rating	102
7. Avkastningskrav	105
7.1 Avkastningskrav til total kapital	105
7.2 Avkastningskrav til egenkapitalen	106
7.2.1 Risikofri rente	107
7.2.2 Egenkapitalbeta	108
7.2.3 Markedets risikopremie	110
7.2.4 Likviditetspremie	110
7.2.5 Gjennomsnittlig avkastningskrav til egenkapitalen	111
7.3 Netto finansielt gjeldskrav	111
7.3.1 Finansielt gjeldskrav	112
7.3.2 Krav til finansielle eiendeler	113
7.3.3 Netto finansielt gjeldskrav	113
7.4 Beta til netto finansiell gjeld	114
7.4.1 Finansiell gjeldsbeta	114
7.4.2 Finansiell eiendelsbeta	114
7.4.3 Beta til netto finansiell gjeld	115
7.5 Avkastningskravet til total kapitalen	115
8. Analyse av lønnsomhet	117
8.1 Strategisk fordel	117
8.1.1 Egenkapitalrentabilitet	118
8.1.2 Superrentabilitet	119
8.2 Driftsfordel – Bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel	120
8.2.1 Bransjefordel	121
8.2.2 Ressursfordel	122
8.2.3 Gearingfordel drift	127
8.4 Oppsummering superrentabilitet	128
9. Fremtidsregnskap	130
9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap	130
9.2 Analyse av vekst	131

9.3 Valg av budsjetthorisont T	132
9.4 Budsjettering fra 1 til T	133
9.4.1 Detaljnivå og fremskrivingsteknikk	133
9.4.2 Steg 1: Budsjettere driftsinntektene	135
9.4.3 Steg 2: Budsjettere netto driftseiendeler	140
9.4.4 Steg 3: Budsjettere netto driftsresultat	144
9.4.5 Steg 4: Budsjettere netto finansiell gjeld	152
9.4.6 Steg 5: Budsjettere netto finanskostnad	155
9.4.7 Steg 6: Budsjettere minoritetsinteresser	156
9.4.8 Steg 7: Budsjettere minoritetsresultat	158
9.5 Budsjettert fremtidsregnskap	159
9.5.1 Fremtidsregnskap	159
9.5.2 Fremtidsbalanse	160
9.5.3 Fremtidig fri kontantstrøm	161
10. Fremtidskrav og strategisk fordel	162
10.1 Krav til egenkapital og minoritet	162
10.1.1 Risikofri rente	162
10.1.2 Egenkapitalbeta	163
10.1.3 Markedets risikopremie	164
10.1.4 Likviditetspremie	164
10.1.5 Egenkapital- og minoritetskrav	165
10.2 Finansielle krav	166
10.2.1 Syntetisk rating	166
10.2.2 Finansielt gjeldskrav	167
10.2.3 Finansielt eiendelskrav	168
10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav	170
10.3 Selskapskrav	171
10.4 Strategisk fordel	173
11. Fundamental verdsettelse	175
11.1 Steg 1: Egenkapitalmetoden	176
11.1.1 Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen (FKE)	176
11.1.2 Superprofittmodellen	177
11.1.3 Superprofittvekstmodellen	177
11.2 Steg 2: Selskapskapitalmetoden	178
11.2.1 Verdi av netto driftskapital	179
11.2.2 Verdi av minoritetsinteresser	182
11.2.3 Oppsummering verdiestimat	182
11.3 Steg 3: Konvergens mot endelig verdiestimat	183
11.4 Steg 4: Analyse av usikkerhet i verdiestimatet	185
11.4.1 Scenarioanalyse	186

11.4.2 Oppsidescenario	188
11.4.3 Nedsidescenario	191
11.4.4 Sannsynlighetsvekting og verdiestimat	194
11.5 Oppsummering av verdiestimat og usikkerhet	198
12. Oppsummering og konklusjon	199
13. Litteraturliste	202
14. Appendix A	217
8.3 Finansieringsfordel	217
8.3.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld og finansielle eiendeler	218
8.3.2 Oppsummering finansieringsfordel netto finansiell gjeld	220
8.3.3 Finansieringsfordel minoritet	220
8.3.4 Finansieringsfordel oppsummert	221
15. Appendix B	222

1. Innledning

I dette kapitlet presenterer vi formålet med masteroppgaven og den tilhørende problemstillingen. Deretter presenterer vi nødvendige avgrensninger, og avslutter med en kort oversikt over oppgavens struktur.

1.1 Målsetning

Formålet med masterutredningen er å foreta en verdivurdering av Kolonial.no.

Verdivurderingen foretas basert på en kvalitativ og kvantitativ analyse, og et utarbeidet fremtidsregnskap. Målet er å beregne egenkapitalverdien til selskapet og deretter komme frem til et verdiestimat per 31.12.2019. Vår problemstilling blir dermed:

- *Hva er egenkapitalverdien til Kolonial.no per 31.12.2019?*

1.2 Avgrensninger

Masterutredningen tar utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon som vi har hentet fra eksterne kilder; årsrapporter og artikler. Videre er Kolonial.no ikke børsnotert og vi har dermed ikke et delårsregnskap for 2020 å ta utgangspunkt i. Analyseperioden vår strekker seg derfor til 31.12.2019, og verdsettelsestidspunktet settes til denne datoen. Vi verdsetter selskapet på konsernnivå og vil ta i bruk to verdsettelsesteknikker; fundamental- og scenariobasert verdsetting. Analyseperioden er begrenset til fra og med 2017 til og med 2019 basert på at det er en oppstartsbedrift som endrer seg mye over tid. Det har vært utfordrende å finne komparative selskap grunnet forskjeller i både størrelse og konsept blant de eksisterende aktørene. Valget falt derfor på Bunnpris da deres omsetning er nærmere Kolonial.no sitt nivå. Enkelte steder har vi derimot valgt å ta i bruk alle aktørene i bransjen for å få en bedre innsikt i noen regnskapstall.

1.3 Struktur

Vi vil nå presentere strukturen for å gi en best mulig oversikt over oppgaven. Strukturen bygger på kurset *BUS440 - Regnskapsanalyse og verdivurdering* med forelesningsnotatene til Kjell Henry Knivsflå. Oppgaven vår er delt inn i fire deler:

Del 1 består av kapittel 2 til 4. I kapittel 2 starter vi med å presentere dagligvarebransjen, og til slutt Kolonial.no og deres konkurrenter. I kapittel 3 bruker vi dette til å velge den rette modellen som er mest egnet til å verdsette Kolonial.no. Basert på denne innsikten, vil vi i kapittel 4 gjennomføre en kvalitativ strategisk analyse som ser på både de eksterne og interne faktorene. Vi vil se på PESTEL, Porters fem krefter og VRIO-rammeverket som til slutt oppsummeres i en SWOT-analyse.

Del 2 består av kapittel 5 til 8. I kapittel 5 starter vi med å presentere de historiske resultat- og balansetallene, før vi til slutt omgrupperer tallene for både Kolonial.no og vårt valgte komparative selskap, Bunnpris. Vi fortsetter med å bruke de omgrupperte tallene for å se på kredittrisiko i kapittel 6 der vi gjennomfører en likviditetsanalyse og en soliditetsanalyse. Til slutt bruker vi resultatet til å utarbeide en syntetisk rating. Dette danner grunnlag for å utarbeide historiske avkastningskrav for Kolonial.no og Bunnpris i kapittel 7. Vi tar deretter utgangspunkt i disse kravene og gjennomfører en lønnsomhetsanalyse i kapittel 8.

Del 3 består av kapittel 9 til 12. Vi starter med å utarbeide fremtidsregnskapet i kapittel 9 og fremtidskrav i kapittel 10. Dette brukes deretter til den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. Funnene og det endelige verdiestimatet presenteres til slutt i kapittel 12.

2. Introduksjon av bransjen og Kolonial

Før vi setter i gang med verdsettelsen, vil vi analysere både bransjen og Kolonial. I dette kapitlet ønsker vi å opparbeide oss en oversikt og forståelse over markedsforholdene i bransjen. Norge skiller seg nemlig ut fra andre land ved et lavere antall aktører og fravær av internasjonale aktører (Oslo economics, 2017, s. 8), og dette skaper en del utfordringer. Vi starter med å presentere en historisk oversikt over bransjens utvikling, og går deretter over på å presentere Kolonial og deres konkurrenter. Med dette skaper vi et godt grunnlag til analysen som vi kommer inn på senere i oppgaven.

2.1 Et overblikk over industrien

Dagens supermarkeder spiller en sentral rolle i å sikre tilgang til rimelig mat, og er en viktig kanal. Industrien har gjennom årene gått igjennom en del faser. En stor epoke, og samtidig en disruptiv innovasjon, var introduksjonen av supermarked-formatet som åpnet for “economic of scale and scope” til butikkene. Det har vært fire store epoker i utviklingen av supermarked-industrien (Ellickson, 2015, s. 3), og de har handlet om det samme, nemlig å få produktene til konsumentene så billig og effektivt som mulig.

Før 1900-tallet, kjøpte man dagligvarer gjennom et bredt utvalg av bedrifter som hadde spesialisert seg på én ting. Kjøtt ble kjøpt fra en slakter, fisk fra en fiskehandler og brød fra en baker (Ellickson, 2015 s. 4). På grunn av mangel på biler og andre fremkomstmidler, måtte butikkene være nær kundene og var derfor små. I starten av 1900-tallet begynte det å skje endringer. Sakte men sikkert begynte kjeder å dukke opp der man opparbeidet seg et eget nettverk for lagerstyring, kvalitetskontroll og distribusjon. På den måten hoppet man over et mellomledd, og disse investeringene gjorde ikke bare at deres tilbudte varer ble billigere, men også ferskere, høyere kvalitet og mindre tilbøyelig for å bli utsolgt fort. Dette var et viktig steg for å eliminere en viktig kilde til dobbeltmarginalisering. (Ellickson, 2015, s. 5). De som beveget seg i denne moderne retningen, vokste kraftig og dette betydde igjen at de kunne utnytte kjøpermakt for å få rabatt på produktene de ikke produserte selv, og stordriftsfordeler for produktene de produserte selv. Dette ga de et kostnadsfortrinn mot andre som ikke fulgte samme forretningsmodell, men dette varte ikke altfor lenge. (Ellickson, 2015, s. 5)

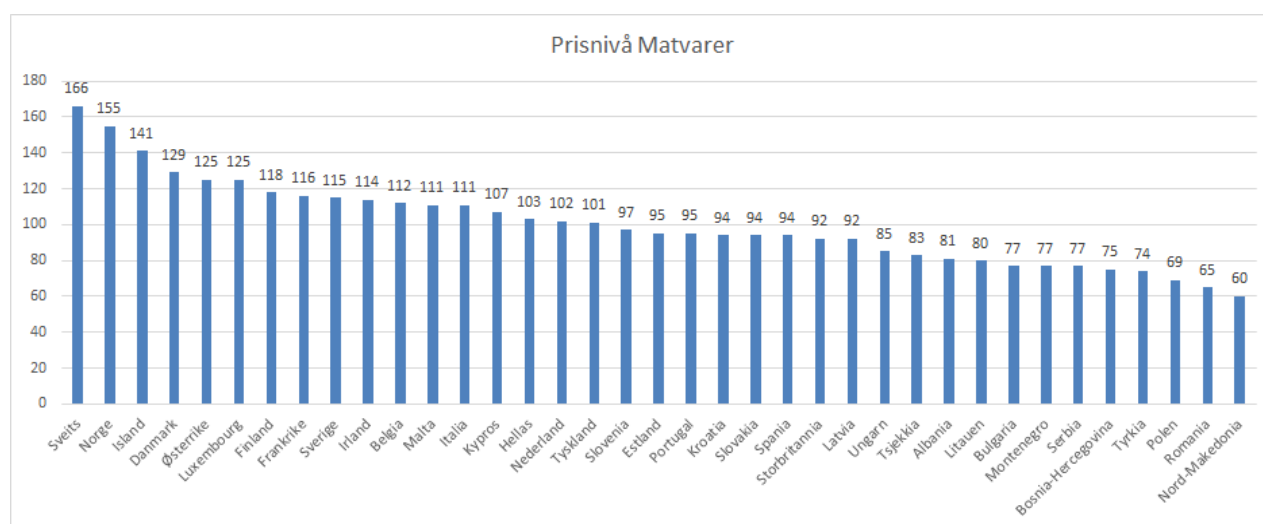
Prisdifferansen begynte etter hvert å synke siden flere og flere begynte å adaptere den nye forretningsmodellen. Profitten gikk ned og man begynte nå å konkurrere med hverandre. Kostnadene økte blant annet på grunn av høyere sørvis. I midten av 1900- tallet begynte det å skje demografiske endringer. Industrialiseringen førte til at folk flyttet inn til byene og deres disponible inntekt økte. I tillegg til det, sank transportkostnadene på grunn av bedre infrastruktur og det ble mer og mer vanlig å eie en personbil. Fremskritt i kjøling tillot kjøpere å gjøre færre turer og oppfinnelsen av handlevognen hjalp forbrukerne med å kjøpe større mengder. Dette la grunnlaget for supermarked som ble plassert på kanten av byene der de også kunne dra fordeler av lavere leiekostnader. Supermarkedene solgte annonserte merkevarer, og markedsføring ble nå en viktig del. (Ellickson, 2015, s. 6)

Et utviklingstrekk de siste årene i Norge er at det har blitt stadig flere lavprisbutikker relativt til nærbutikker, supermarked og hypermarked. I dag står lavprisbutikkene for omtrent 70 % av markedsandeler basert på omsetning, og markedsandelene fortsetter å øke. I 2009 hadde Supermarkeder 27 % markedsandeler, men har de siste årene gradvis gått ned til 19 %. Det samme skjer med både nærbutikker og hypermarked. Videre er dagligvaremarkedet preget av høy konsentrasjon, der markedsandelene på detaljistleddet er fordelt med 42,3 % til NorgesGruppen, 29,4 % til Coop, 24,4 % til Rema 1000 og 3,9 % til Bunnpris. (Oslo economics, 2017, s. 38)

Det norske markedet skiller seg fra nabolandene ved et lavere antall aktører og fravær av internasjonale aktører. (Oslo economics, 2017, s. 8). Et annet trekk ved utviklingen i dagligvaremarkedet, er at dagligvarekjedene i større og større grad satser på egne merkevarer og eierskap i leverandører av viktige varegrupper. Det utgjør en økende andel av dagligvarekjedenes omsetning. (Oslo economics, 2017, s. 27) Dagligvarekjedene har i tillegg integrerte funksjoner som blant annet omfatter distribusjon, grossistvirksomhet, innkjøp og kjededrift. Dette er på grunn av lange avstander og få innbyggere som gjør at distribusjonskostnadene i Norge blir høye sammenlignet med andre land. Dagligvareaktørene sparer mye ved å samle flere varer i en og samme distribusjonskanal, og ved at detaljistene mottar én leveranse i stedet for å få leveranser fra flere leverandører. Uavhengige dagligvarebutikker må derimot kjøpe varer direkte fra leverandørene, eller inngå innkjøp- og distribusjonsavtaler med en av de tre dagligvarekjedene.

2.1.1 Prisforskjeller

Det norske matvaremarkedet preges i tillegg av ekstremt høye priser og er på toppen i Europa. I figur 2.1 ser vi at vi har et stort drop fra Sveits, Norge og Island til de andre europeiske landene som er rundt oss, og det er ikke mange. Norge har altså høye priser, og sammenlignet med andre land, har vi også relativt begrenset vareutvalg. Dette skyldes at det innenfor de fleste varegruppene er forholdsvis få leverandører. (Oslo economics, 2017, s. 13). Undersøkelsen gjennomført av Menon economics viser at norske butikker i gjennomsnitt hadde 57 % færre leverandører og halvparten av vareutvalget sammenlignet med de svenske butikkene. (Forbruksforskningsinstituttet 2016 gjengitt i Oslo economics 2017 s. 29)



Figur 2.1 - Internasjonalt prisnivå på matvarer, egenprodusert, (Statistisk sentralbyrå, 2019)

2.1.2 Kundetilfredshet i Norge

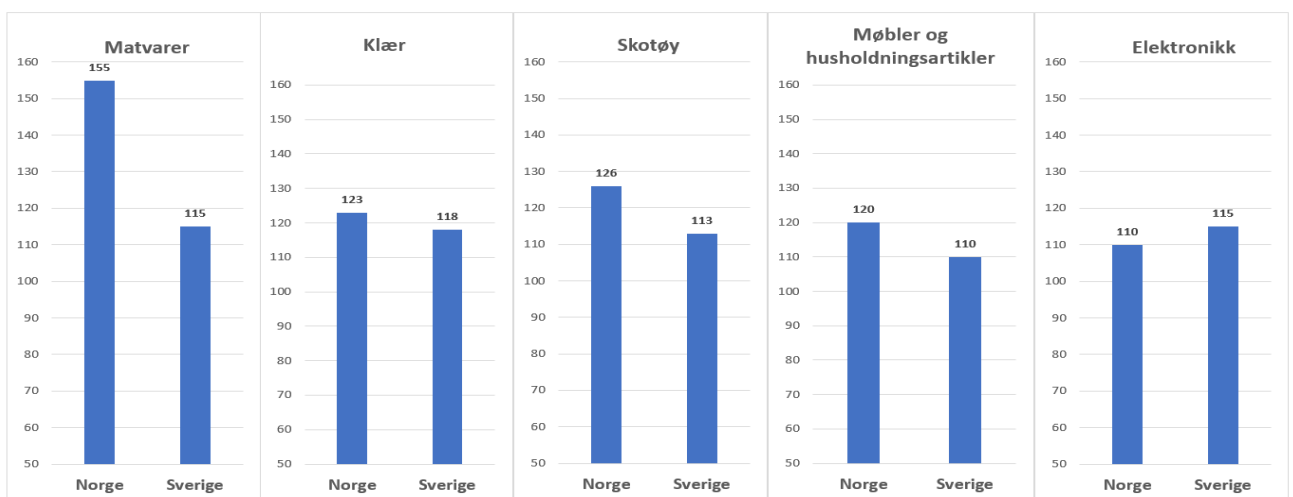
Vi har generelt også veldig misfornøyde kunder. I en undersøkelse som har blitt gjennomført av EU, viser det seg at norske forbrukere kun blir slått av Bulgaria og Kroatia om sisteplassen når det gjelder å være fornøyd med maten vi kjøper. (Sættem & Skjeggstad, 2016). Vi er et land med svært høye priser, dårlige tilbud, misfornøyde kunder og større profitt for de store aktørene. (Munthe-kaas, 2020, F10). For utenlandske aktører kan det virke veldig fristende å etablere seg i det norske markedet, men de vil ganske raskt oppdage alle som har prøvd og feilet. Slik vi kommer mer inn på i kapittel 4.2.3 har leverandørene sterk forhandlingsmakt, noe som har gitt de en gylden mulighet til å prisdiskriminere. Nye aktører må dermed fort finne ut om de er i stand til å konkurrere i dette markedet hvis man starter med 10-20 %

høyere priser. Profittnivåene i prosent i dagligvaremarkedet er tilsynelatende ikke så høye, de ligger på rundt 3 %, men i volum så blir det veldig mye. (Munthe-kaas, 2020, F10). Det gjør at hvis du bare har en 5 % kostnadsulempe så er det nesten umulig å utligne det.

NorgesGruppen fikk i 2018 et overskudd på 3 milliarder kroner av en omsetning på 87 milliarder. Rema fikk et overskudd på 500 millioner kroner, mens Coop fikk et overskudd på 600 millioner. (Solem & Ekeberg, 2019). Man ser altså hvilke store konsekvenser en kostnadsulempe i innkjøpsbetingelsene har for lønnsomheten i denne bransjen.

2.1.3 Høyeste prisnivået i Norden

Mange trekker ofte frem at vi bruker en liten andel av inntekten vår på mat og at alt er dyrt i Norge. Sannheten er at det ikke er det. Ved å bruke statistikkene fra SSB, har vi har valgt oss en rekke kategorier og sammenlignet det med Sverige. Fra figur 2.2 under, ser vi at mat ligger på 155 mot 115 i indeks, og vi så tidligere at Sverige også er litt dyrere enn snittet i Europa. Hvis vi ser på de andre varekategoriene så ligger de ganske likt. Det bekrefter at ikke alt er dyrt i Norge, og mat er den kategorien som desidert ligger på toppen. Hvis man sammenligner med Europa så er noen av årsakene tollmurer og høyere lønnsvekst, men det er vanskelig å fastslå at det forklarer hele 40 % høyere priser. (Munthe-kaas, 2020, F10). Slik vi skal se på senere, mener vi at veldig mye av dette handler om den konkurransesituasjonen vi har både i detaljist- og leverandørleddet. I motsetning til andre land, har vi ikke en skikkelig «hard discounter» slik som Lidl, og det bringer et ganske kraftig prispress i markedet generelt.



Figur 2.2 - Sammenligning mellom Norge og Sverige, egenprodusert, (Statistisk sentralbyrå, 2019)

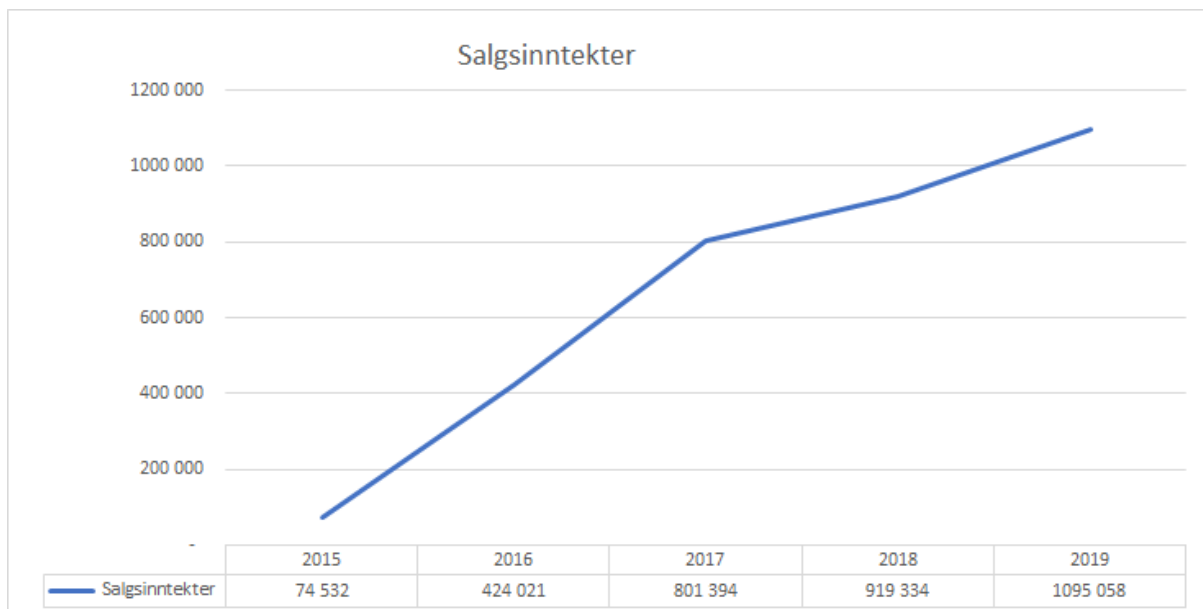
Undersøkelser viser at butikkens beliggenhet er det som generelt er den viktigste faktoren for valg av butikk. At butikken er innenfor naturlig handleavstand var den viktigste årsaken til valg av butikk for 76 % av forbrukerne når det gjaldt innkjøp i hverdagen (Oslo economics, 2017, s. 32). Vi har av den grunn en ekstrem overetablering av butikker. Hvis folk vil ha en butikk som er nærme, og hvis alle konstant går til nærmeste, vil det være en konkurranse om å være nærmest og da blir det flere butikker.

Det er vanskelig å skjønne hvorfor vi har så mye høyere priser enn andre land. Effekten på dagligvaremarkedet hadde vært stor om prisene lå på nivået til Danmark, altså på 129. I et marked på over 170 milliarder (Haugan, 2018), vil et 26 poeng dropp innebære over 25 milliarder lavere priser. Vi kan dermed ikke se bort ifra at Norske forbrukere har betalt flere hundre milliarder for mye til de største leverandørene og de største kjedene.

2.2 Kolonial.no

Kolonial driver dagligvarer på nett og er Norges største og billigste. De tilbyr et bredt utvalg av både dagligvarer og middagsretter enten levert rett hjem. De har altså et fullsortiment varetilbud som kundene kan bestille, der de plukker og sender varene rett til kunden. I tillegg til det store utvalget man vanligvis finner i supermarkedene, tilbyr Kolonial produkter fra lokale partnere som Strøm-Larsen, Godt Brød og Fiskcentralen. (Kolonial.no, 2018)

Bedriften startet opp i 2013, der de først og fremst startet med å bygge teknologi-systemene. De har bygget det meste av de tekniske løsningene selv, og er opptatt av å bygge gode kundeopplevelser ved å tenke radikalt og nytt innen bruk av teknologi og data. Ifølge en av gründerne, Mats Andre Kristiansen, ser de på seg selv som et teknologiselskap som selger dagligvarer enn omvendt. (Kolonial.no, 2017)



Figur 2.3 - Utvikling salgsinntekter for Kolonial.no, 2015-2019 (egenprodusert)

I 2015 begynte de å skalere opp der omsetningen økte fra 1 million i uken til 9 millioner i 2016. De vokste altså ganske raskt gjennom disse årene, og særlig i 2017 der de hadde en omsetning på 800 millioner kroner. I 2018 tok de et steg tilbake og fokuserte på å forbedre operasjonsteamet og utviklet dermed verdens mest pålitelige og effektive dagligvareplukk. De har egenutviklet logistikk-løsninger for varemottak, plukk og inventarstyring som er skreddersydd for digital dagligvarehandel. Dette gir dem en unik mulighet til å predikere salgsvolum og leveransebehov ved å kontrollere data i alle ledd. Kolonial har vært, og er et av de selskapene som vokser raskest i Norden, og med tusenvis av leveranser hver dag er de avhengig av et godt distribusjonssystem. De har derfor satt seg som mål å bygge det mest kundevennlige og effektive distribusjonsnettverket for varer. (Kolonial.no A, u.å)

Siden de selger dagligvarer på nett, har de ingen store og kostbare butikklokaler. De har derimot et stort lager utenfor byen, og dette medfører billig leie som igjen kommer kundene til gode. Det store varelageret og den billige leien lar de også tilby et stort utvalg av varer uten at det går på bekostning av prisene. Rema 1000 har gått inn med 10 % i eiersiden og har vært en viktig samarbeidspartner de siste årene. De har blant annet gjort det mulig for Kolonial å få bedre innkjøpsbetingelser slik at de er bedre rustet til å vinne kampen om kundene. Samarbeidsavtalen har gitt de tilgang til tusenvis av kvalitetsvarer fra Rema 1000 og de står fortsatt fritt til å ta inn varer fra små produsenter. Gjennom denne avtalen oppnår

de også en svært effektiv distribusjon fra REMA Distribusjon til Kolonial sitt sentrallager. (Rema 1000 B, 2014)

Siden Kolonial ble lansert i 2013 har de vært den ledende aktøren som har fått matprisene på nettet til å gå ned med over 45 % og prisene deres lå etter kort tid langt under konkurrentene på netthandel av mat. (Kolonial.no, 2018). I 2017 var de den rimeligste butikken både på nett og blant de fysiske butikkene hvis man valgte å hente varene selv. De hadde 4,8 % lavere priser enn Kiwi. (Kolonial.no G, u.å.). Det ser derimot ikke ut som at hentepunkter fortsatt er et mulig alternativ, siden vi ikke finner det som en valgmulighet på deres nettside.

Deres nettbaserte system har videre gitt de en gylden mulighet til å inngå samarbeid med Norges Blindforbund. Både Kolonial sin nettside og app er bygget med tanke på universell utforming og kan enkelt brukes av blinde og svaksynte. Talefunksjonen har gjort det mulig for de å handle dagligvarer helt uten assistanse. I tillegg etterspør kundene stadig mer miljøvennlig løsninger, og det prøver de å levere på. Målet er å gi kundene mer frihet ved å gjøre det på en bærekraftig måte. En hel-elektrisk bilpark for hjemlevering ligger i planene, der de ønsker å være blant de første som tar i bruk denne nullslipp-teknologien. El-bilen deres skal kunne erstatte 12.775 turer til butikken i året. (Kolonial.no, 2018)

De har som alle andre selskaper en visjon og en misjon, og deres er å gi kundene frihet og flyt i hverdagen. De har bygget en ny infrastruktur for varehandel og det de prøver å gjøre er først og fremst å spare kundene tid. (Kolonial.no B, u.å.). En omfattende undersøkelse om dagligvarehandel på nett viser til store tidsbesparelser. Menon Economics har undersøkt hvor mye tid vanlige folk i Oslo bruker på å handle mat i dagligvarebutikker, og resultatene viser at man sparer opp til flere dager i året ved å handle dagligvare på nett. Grunnen til dette er at de som handler på nett både handler sjeldnere og bruker mindre tid per handel. (Kolonial.no H, referert i aftenposten, u.å.) Nettløsningen sørger for at kundene kan gjøre ukeshandelen unna på få minutter. Hos Kolonial kan man legge hele middager i handlekurven med bare ett klikk, finne varer på sekundet og lagre egne handlelister man ofte bruker. (Rema 1000 B, 2014)

2.2.1 Deres fremtidige vekst

Koronaveksten har videre ført til at Kolonial har valgt å satse tungt. De har dermed valgt å bygge et nytt gigant-lager på Lier for å ta unna den økte etterspørselen etter dagligvarer levert på døra. Disse planene lå klare for fremtiden men måtte fremskyndes etter den kraftige veksten. Lageret skal koste en halv milliard kroner og vil mer enn doble leveringskapasiteten deres. (Kolonial.no J, 2020). Med det nye lageret skal de klare å håndtere en omsetning på seks milliarder kroner. Det vil være 18.000 kvadratmeter stort, og vil gi de muligheten til å satse på nye kunder på Sørlandet. Byene på Sørlandet vil høyst sannsynlig kunne bestille fra Kolonial.no i 2022 ved hjelp av vogntog som kjører fra Lier til mindre varebiler på Sørlandet. Dette vil kreve rundt 100 arbeidsplasser i første omgang, men ved full kapasitet er det snakk om 500 arbeidsplasser som vil inkludere både plukkere og sjåførere. (Hopland (B), 2020).

2.2.2 Vår opplevelse med Kolonial.no

Som en ekstra innledning til selve konseptet og hvordan det fungerer, vil vi gjøre rede for våre egne opplevelser og erfaringer tilknyttet bruk av tjenesten. Som følge av covid-19 og masterutredningen som det eneste på agendaen, ble vi begge værende på Østlandet under semesteret. Begge har dermed erstattet mesteparten av dagligvarehandelen med hjemlevering fra Kolonial. Vi er bosatte i Lillehammer og Oslo, og med unntak av noen forskjeller har opplevelsene vært svært like. I Oslo har man for øyeblikket leveringstilbud 7 dager i uka, mens Lillehammer har 5, altså mandag-fredag. I Oslo har man mulighet til å legge inn bestillinger for samme dag, mot ekstra kostnad og en tidsfrist innen klokken 12.30. Det tidligste mulige leveringstidspunktet er da klokken 14.00, og det dyreste alternativet tillater at leveringen skjer senest klokken 17.00. I Lillehammer har man 6 forskjellige tidsrom å velge mellom for når leveringen tar plass. Dette ligger på 18 alternativer i Oslo på hverdager og opptil 11 i helgene. Det er mye overlapping mellom tidsintervallene, og man har muligheten til å velge lengden på disse. De lengre intervallene har tilsynelatende lavere priser, mens de korte har høyere. Dette antas å være knyttet til enklere kjøreruteoptimalisering ved større tidsrom. For bestillinger til neste dag er det en tidsfrist innen klokken 20 for tidligere leveranser, og 23.59 for leveranser ut på ettermiddagen. Prisene for hjemlevering ligger på mellom 0 og 59 kroner, og varierer fra dag til dag. Vi har opplevd at man enkelte ganger kan bestille dagen før, og få det levert gratis dagen etter for tidsrommet 9-14, mens andre ganger

kan det koste opp mot 59 kroner. Leveringskostnaden vil øke dersom bestillingen ikke havner over gitte beløp. Dersom en handler for under 600 eller 800 kroner, vil det tilkomme henholdsvis 59 og 29 kroner ekstra. Det er også en mulighet å velge et alternativ som heter “spar miljø”, som da havner innenfor tidsrom andre kunder i ditt område allerede har lagt inn bestillinger.

Etter bestillingen er lagt inn, blir man videre oppdatert gjennom deres app eller nettside, og på sms. Når leveringsruten er planlagt, får man informasjon om plass i køen og forventet tidsrom for levering. Dette tidsrommet oppleves å vanligvis ligge på en time. Når ruten er påbegynt, sendes det også kontinuerlig informasjon om hvilken plass den siste kunden de leverte til hadde i køen, slik at en har oversikt over hvor mange kunder de skal levere til før deg. Når man er neste i køen, mottar man en varsel i appen, og noen ganger en tekstmelding. De leverer deretter varene i pappesker helt til dørstokken, i vårt tilfelle både til enebolig og leilighet i 3.etasje. Kolonial tilbyr også muligheten til å ta imot pant av flasker. Her må man kjøpe dedikerte poser, som leveres til budet under neste leveranse. Beløpet fra panten vil dermed trekkes fra ved neste bestilling.

Det var i begynnelsen størst skepsis tilknyttet løsvektvarer som grønnsaker og frukt, som en gjerne plukker kresent på egenhånd. Det har derimot ikke oppstått noe misnøye tilknyttet dette, sett i sammenheng med antall varer man ikke ville ha plukket med seg i de fleste butikker. Det oppleves også at varene kommer med riktig temperatur, og uten skade. I løpet av 17 bestillinger ble en vare feilplassert, men etter en rask forklaring til kundeservice ble pengene trukket fra neste bestilling.

Som ny kunde mottar man også noen tilbud. De første 3 månedene tilbys det gratis levering. Den første måneden får man også 100 kroner rabatt på bestillinger over 600 kroner. Sistnevnte rabatt inkluderer ikke alkohol, tobakk og legemidler. Vi har ikke kjennskap til flere eventuelle betingelser/begrensninger tilknyttet denne rabatten, siden dette ikke ble opplevd fra våres side. Det kan antas at det eksisterer en kvote på antall bestillinger.

2.2.3 Konkurrenter

NorgesGruppen – *Våre kjedekonsepter står på hver dag for å gjøre morgendagens handel billigere og bedre, inspirere til gode matopplevelser, og bidra til grønne og sunne valgmuligheter.* (NorgesGruppen A, u.å.). NorgesGruppen fyller 20 år i 2020 men bygger på

150 års erfaring som grossist og detaljist. De er den største aktøren innenfor norsk dagligvarehandel og driver kjedekonseptene Kiwi, Meny, Spar og Joker innen dagligvare. (NorgesGruppen, 2020). De driver kjedekonseptene Deli de Luca, Mix og Kaffebrenneriet innen servicehandel, i tillegg til restaurantkjedene Jafs og Big Horn Steak House. (Oslo economics, 2017, s. 34). De har både egneide butikker og butikker basert på franchising der fordeling er forholdsvis på 40 og 60 prosent. ASKO står for grossistvirksomheten til NorgesGruppen og skal sikre vareflyten mellom dagligvareleverandørene og detaljistene. De leverer varer til samtlige av deres butikker i tillegg til å levere til kunder innen storhusholdning og servicemarkedet. NorgesGruppen jobber stadig for å sikre seg best mulig innkjøpsbetingelser gjennom årlige forhandlinger og løpende markedsobservasjon. De siste årene har de jobbet med å opparbeide seg en portefølje for sine egne merkevarer innenfor ulike priskategorier som First Price, Eldorado, Fiskemannen, Unik, og Fersk & Ferdig. Dette gjør de for å sikre lønnsomheten i verdikjeden, skape differensiering ved at deres kjeder kan tilby produkter andre ikke har, i tillegg til at det står som et konkurranseelement som kan gi lavere priser og større utvalg for forbrukerne. (Oslo economics, 2017, s. 34)

I dag leverer to av kjedene deres, Meny og Spar, dagligvarer på døra. Netthandelen utgjør ikke en stor del av omsetningen, men er en voksende del for NorgesGruppen. Meny hadde en omsetning i salg av dagligvarer over nett på 270 millioner kroner i 2018. Dette gjøres ved at de bruker butikkene som varelager og medarbeiderne som plukkere. (NorgesGruppen B, u.å.). Slik har de klart å holde oppstartskostnadene nede og har klart å tilby denne tjenesten i blant annet Oslo, Trondheim, Akershus, Vestfold, Telemark, Drammen, Bergen, Stavanger, Klepp, Sandnes, Sola og Kristiansand. (Meny A, u.å.)

Rema – Siden 1979 har de tilbudt kunder over hele landet et godt utvalg av dagligvarer av god kvalitet til de laveste prisene. (Rema1000 A, 2020). De er den tredje største aktøren innenfor norsk dagligvarehandel målt etter omsetning på detaljistleddet. Rema 1000 har kun et kjedekonsept og samtlige av deres butikker er drevet basert på franchising. De består av et hovedkontor i Oslo, tolv regionskontorer og seks distrikter. Hovedkontorets oppgave er felles markedsføring og innkjøp, økonomi og IT, samt drift og etablering. (Rema1000 A, 2020). De inngår i Reitangruppen som organiserer og drifter franchisebasert virksomhet med kjedene Narvesen, 7-eleven, Northland og Uno-x. Rema distribusjon står for distribusjonen av varer til både Rema 1000 sine butikker og de andre franchisebaserte virksomhetene som inngår i Reitangruppen. Slik som NorgesGruppen jobber Rema 1000 også med å opparbeide

seg en portefølje for sine egne merkevarer, og har til formål å øke konkurransekraften for kjøpmenn og Rema 1000 gjennom innovasjon og utvikling. (Oslo economics, 2017, s. 34). Dyktige medarbeidere er viktig for Rema 1000 og er ifølge de selv en av grunnene til at de har lyktes med å skape en solid virksomhet som er lønnsom for både kjøpmenn, bedriften og kundene. (Rema1000 A, 2020). Slik vi nevnte tidligere, har Rema gått inn i en samarbeidsavtale med Kolonial om leveranse av varer. I tillegg til det, kjøpte de seg inn i Kolonial med 10 % i 2016 og har økt det gradvis til 20,7 % i 2019. (Ehandel, 2016). Rema har altså valgt å ta steget inn i netthandelen ved å investere i Kolonial, og det kan bli en verdifull ressurs i fremtiden.

Coop – *Det skal lønne seg å velge Coop. Det gjelder ikke bare for våre kunder og medeiere, men også for leverandører, ansatte og for samfunnet som alle våre medeiere er en del av.* (Coop A, u.å.). Dette er visjonen deres og med dette ønsker de å skape verdi for mange og ikke bare å gjøre noen få personer rike. Coop er i dag den nest største aktøren i dagligvaremarkedet og har som følge av oppkjøpet av ICA totalt 1250 butikker i Norge. De består av kjedekonseptene Obs, Extra, Coop Prix, Coop Mega, Coop Marked og Matkroken. Som forbrukereid organisasjon skiller de seg fra sine konkurrenter. Coop eies av kundene gjennom kundemedlemskap i et samvirkelag og har i dag nesten 1.8 millioner medlemmer/medeiere. Dette gir kundene en unik mulighet til å påvirke, og til å ta del i overskuddet som skapes (Coop A, u.å.)

Coop Norge Logistikk sammen med Coop Norge Transport AS har som oppgave å forsyne deres butikker over hele landet med varer. Videre er deres oppgave å ivareta fellesoppgaver knyttet til innkjøp, markedsføring, og kjededrift. Slik som de andre dagligvarene, har også Coop investert i sine egne merkevarer. Disse inkluderer Coop Norge Kaffe AS, AS Røra Fabrikker, AS Margarinfabrikken Norge, Nord Blomst AS, Tradeway AS og Gomanbakeren Holding AS. (Coop B, u.å.)

Coop valgte å utvide til salg på nett som følge av Covid-19 for å gi kunder som er syke eller er redde for å gå til butikken et annet alternativ. Fra Coop sin side er dette kun en del av dugnaden, og ikke noe de vil tjene penger på. Dette har de valgt å løse på samme måte som Meny, der de bruker butikkene sine som plukkestasjoner for varene. Ifølge Coop selv er ikke salg av dagligvarer over nettet noe de kommer til å satse på i fremtiden, men heller et midlertidig tilbud til deres kunder. (Hopland (A), 2020).

Bunnpris – Bunnpris har drevet forretning helt siden 1830, men startet ikke med å selge dagligvarer før 1981. Det har vært og er fortsatt en familiebedrift, og har i dag over 250 butikker. De fokuserer i dag på å gi sine kunder en enklere hverdag gjennom lavere priser, godt utvalg og høyt kundefokus. (Bunnpris A, u.å.) Undersøkelser viser derimot at Bunnpris scorer lavest på kundetilfredsheten og er den eneste bedriften som ligger under 60 poeng som indikerer «klart misfornøyde kunder». Konkurransen om kundene blir sterkere og konsekvensene av svært utilfredse kunder er at de faller ut fra markedet. (Finstad & Bjørndal, 2019). Bunnpris mener selv at de skulle vært lagt ned for 20-30 år siden og har slitt med lønnsomheten i flere år. De siste årene har de konsentrert seg om bunnlinjen og ikke så mye om topplinjen. Inntektene har dermed falt noe mens lønnsomheten har bedret seg. (Lars Solem, 2018). Slik vi nevnte i delkapittel 2.1 må uavhengige dagligvarebutikker enten kjøpe varer direkte fra leverandørene eller inngå innkjøp- og distribusjonsavtaler med en av de tre dagligvarekjedene. Bunnpris har lenge samarbeidet med NorgesGruppen, men i 2012 bestemte de seg for samarbeide med Rema om innkjøp og distribusjon. De mente at overgangen fra NorgesGruppen til Rema ville gi kjeden enda bedre betingelser, økt effektivitet, større forutsigbarhet og bedre forutsetninger for å rendyrke eget konsept. (Kaspersen & Laugen, 2010).

I slutten 2015 signerer de derimot en ny kontrakt med NorgesGruppen og droppet Rema som leverandør. 1. januar 2017 startet kontrakten og ifølge Lykke er grunnen til at de bytter tilbake til NorgesGruppen sortimentet. De ville ha et bredere tilgang til sortiment slik at de kan utvikle seg videre. Rema mener selv at de har tilbudt Bunnpris så gode betingelser som de er stand til, og det er et bevis på at NorgesGruppen må ha langt bedre betingelser enn de. Dette kommer vi tilbake til i kapittel 4.1.1 der vi ser på omfanget av forskjellene i innkjøpsbetingelsene. Det NorgesGruppen får ut av denne kontrakten er at de blir enda større. Ved at Bunnpris nå har blitt en del av distribusjonsnettverket til NorgesGruppen har de nærmet seg 50 % markedsandel og har en betydelig innkjøpsmakt. Denne konkurransefordelen, som finansieres av leverandørene, gjør at de fortsetter å vokse, og kan derfor kreve enda bedre betingelser sammenlignet med sine konkurrenter. ASKO er NorgesGruppens grossistselskap innen dagligvare og avtalen betyr mye for de i Møre-regionen, i Midt-Norge og i Nord Norge. Bunnpris sitt volum vil bidra til mer effektiv distribusjon og høyere rullering på et bredt vareutvalg. (Kleppe et al., 2015)

2.2.4 Hvordan Kolonial.no skiller seg fra sine konkurrenter

Kolonial har ikke bare fokusert på å lage en nettbutikk og en app, men også optimalisering av vareplukk og distribusjonsnettverket, og selve kundeopplevelsen. Dette har gitt de en unik posisjon til å bygge innovative løsninger og utfordre industrien.

Selve verdikjeden for Kolonial er annerledes enn den tradisjonelle verdikjeden for kjøp av dagligvarer. Opprinnelig startet verdikjeden med at maten produseres, hentes, og deretter blir den distribuert ut til kjøpmenn og butikker. Varene ligger der helt til kunden kjører til butikken for å kjøpe den, for deretter å kjøre hjem med den. Reiseveien blir på denne måten mye lengre, i tillegg til at oppbevaringstiden øker, og dette er med på å gjøre varene dyrere. (Fuchs, 2019). Slik vi nevnte i kapittel 2.2, hadde Kolonial 4,8 % lavere priser enn Kiwi hvis man henter varene selv.



Kilde: (Fuchs, 2019)

Fordelen med denne verdikjeden, er at maten ikke går gjennom en butikk der den ligger i flere dager før den blir kjøpt. Ved å ta i bruk teknologien deres, gir det en gylden mulighet for å forutsi hvilke varer som selges, hvor mye og når. Jo flinkere de blir til å bruke data, jo ferskere og billigere mat kan leveres til kunden. I tillegg kan frukt og grønt oppbevares og pakkes under perfekte forhold, og det er heller ingen kunder som tar og klemmer på varene. Varene pakkes og fraktes i separate temperatursoner som gjør at oppbevaringen blir optimal frem til man får de på døren. I tillegg til det, er det også positivt at de har kun ett stort lager, for det gjør at rulleringen på varene blir ekstrem høy. På den måten vil frukt og grønt bare ligge noen få timer før det sendes videre til kunden, og det bidrar til bedre holdbarhet og enda

ferskere produkter. Denne ferskheten har gjort at Kolonial selger 70 % mer frukt og grønt enn tradisjonelle butikker. I tillegg til det har de et eget bakeri som gjør det mulig å bake brød på bestilling, og kunden får dermed et nystekt brød rett før levering. De kan på den måten ta en lavere pris fordi de slipper å kaste det de ikke får solgt. Det gjør at svinnprosenten minker betraktelig sammenlignet med en tradisjonell aktør. De har lyktes å differensiere seg i veldig stor grad, og satsingen på teknologien, effektiv levering og ferske varer som man ikke får andre steder gjør at de skiller seg fra sine konkurrenter. (Fuchs, 2019)

3. Valg av verdivurderings teknikker

I dette kapittelet skal vi introdusere og forklare de ulike teknikkene for verdsettelse. Vi vil videre begrunne hvilken teknikk som er best egnet til å estimere verdien av egenkapitalen til Kolonial. I praksis benyttes flere ulike modeller for verdsettelse av et selskap. Det finnes hovedsakelig tre forskjellige tilnæringer: fundamental, komparativ, og opsjonsbasert verdivurdering (Knivsflå, 2020, F1, s. 18). Vi skal videre beskrive disse teknikkene grundigere.

3.1 Fundamental verdsettelse

Innenfor fundamental verdsettelse er det en rekke tilnæringer man kan benytte, men det finnes hovedsakelig to metoder. Den ene går ut på å verdsette egenkapitalen, mens den andre tar for seg hele selskapet (Damodaran, 2012, s. 12). Begge innebærer verdsettelse av egenkapitalen. Egenkapitalmetoden gjør dette direkte, mens selskapskapitalmetoden gjør dette indirekte, ved å trekke ut verdien av gjelden i etterkant (Knivsflå, 2020, F17, s. 13). Forskjellige teknikker innenfor metodene vil gi konsistente verdiestimat så lenge man er konsistent i antakelsene. Dette er særlig knyttet til unngåelse av uoverensstemmelse i kontantstrømmer og diskonteringsrente (Damodaran 2012, s. 14).

3.1.1 Egenkapitalmetoden

Innenfor egenkapitalmetoden peker Knivsflå (2020) på særlig 4 forskjellige modeller:

- *Utbytte-/Fri kontantstrøm- modellen* benytter forventede fremtidige utbytter/frie kontantstrømmer for estimering av verdien til egenkapitalen. Disse neddiskonteres med egenkapitalkravet.
- *Superprofittmodellen* estimerer egenkapitalen til å være lik summen av dagens verdi av egenkapitalen og nåverdien av forventet fremtidig superprofitt til egenkapitalen. Superprofitt tilsvarer nettoresultatet utover avkastningskravet.
- *Superprofittvekstmodellen* benytter kapitalisert verdi av nettoresultatet til egenkapitalen uten vekst pluss nåverdien av fremtidig vekst for å estimere egenkapitalverdien.

Her tilsvarer utbytte- og fri- kontantstrøm- modellen hverandre, da netto betalt utbytte og fri kontantstrøm til egenkapitalen er identiske (Knivsflå, 2020, F17, s. 32).

3.1.2 Selskapskapitalmetoden

Som nevnt tidligere i dette kapitlet, verdsetter selskapskapitalmetoden egenkapitalen indirekte ved å estimere verdien av hele selskapet og deretter trekke fra verdien av gjelden. Ved verdsettelse av hele selskapet, diskonteres residualkontantstrømmene etter alle forpliktelser er møtt, med unntak av betalinger til kreditorer eller investorer. Her er diskonteringsraten den veide kapitalkostnaden (WACC) (Damodaran, 2012, s. 14). Knivsflå (2020) nevner her to sentrale metoder, *netto driftskapitalmetoden* og *sysselsatt kapitalmetoden* (Knivsflå, 2020, F18, s. 5). Verdien av komponentene til disse metodene kan estimeres ved hjelp av fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen, eller superprofittvekstmodellen som nevnt under egenkapitalmetoden. Sysselsatt kapitalmetoden verdsetter egenkapitalen ved å subtrahere verdien av finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra verdien av sysselsatt kapital. Sysselsatt kapital refererer til kapitalen som er sysselsatt av eiere og långivere. Netto driftskapitalmetoden verdsetter egenkapitalen ved å subtrahere verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra verdien av netto driftskapital. Dette tilsvarer kapitalen selskapet har investert i driften. Begge metodene og tilhørende modeller nevnt ovenfor vil gi samme estimat ved konsistent bruk (Knivsflå, 2020, F18).

3.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er en tilnærming som er basert på hvordan sammenlignbare aktivum er verdsatt i markedet. Denne metoden tar utgangspunkt i antagelsen om at selskaper innenfor samme industri er sammenlignbare. Komparativ verdsettelse er ansett som den mest brukte i praksis (Damodaran 2012, s. 19). Innenfor komparativ verdsettelse finnes det i hovedsak to metoder, og disse er multiplikatormetoden og substansverdimetoden (Knivsflå, 2020, F1, s. 28).

3.2.1 Multiplikatormetoden

Multiplikatormetoden ser på den relative prisingen av sammenlignbare selskaper, og benytter multipler fra disse selskapene for å estimere verdien på et annet. Dette krever kjennskap til hvilke multipler som er normale for den gitte bransjen, slik at sammenhengen kan være gjenspeilende i selskapet som vurderes (Kaldestad & Møller, 2016, s. 221). De mest benyttede multiplene er blant annet pris/fortjeneste, selskapsverdi/salg, selskapsverdi/driftsresultat før avskrivninger, selskapsverdi/driftsresultat, og pris/bok (Kaldestad & Møller, 2016, s. 228-234). Metoden er altså markedsbasert da den tar utgangspunkt i markedspriser på de sammenlignbare selskapene. En utfordring tilknyttet denne metoden er dermed at en er avhengig av sammenlignbare børsnoterte selskaper. Den medfører også et kortsiktig perspektiv, da multiplene gjerne endrer seg relativt til hverandre over tid. Metoden benytter seg også av forutsetninger som kan ignorere relevante kjennetegn i sammenligningen av selskapene, som kan påvirke verdien. Aspekter som størrelse, lønnsomhet, vekst, og risiko, er sjeldent oppfylt (Kaldestad & Møller, 2016, s. 227). Det kan også være lett å misbruke metoden for ønskelig verdiestimat, da en kan utelate relevante selskaper eller multipler som ville gitt et uønskelig resultat. Noen fordeler tilknyttet metoden er at den er enkel og lite tidkrevende, og prisene er basert på faktiske markedspriser som reflekterer dagens betalingsvillighet for et lignende selskap. Resultatet fra denne metoden kan også bidra til å identifisere årsaker for eventuelle avvik fra sammenlignbare selskaper.

3.2.2 Substanseverdimetoden

Substanseverdimetoden benytter seg av markedsverdien av selskapets eiendeler. I estimeringen av selskapets verdi subtraheres netto rentebærende gjeld og latent skatt fra eiendelene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 241-242). Sammenlignet med fundamental verdsettelse, som verdsetter eiendelene etter de forventede fremtidige kontantstrømmene de medbringer, verdsetter substanseverdimetoden eiendelene etter hva de anslagsvis kan selges for i markedet i dag. Det ses prinsipielt bort ifra eiendelenes nåværende bruk. Denne metoden hensyntar ikke immaterielle eiendeler, og vil derfor ikke være anvendbar innenfor de fleste virksomheter da disse ikke kan omsettes i et marked. Dette er typisk eiendeler som humankapital, strukturkapital og relasjonskapital. Metoden fungerer derimot bedre da det

finnes et marked for selskapets eiendeler. Et godt eksempel på dette kan være et investeringsselskap som eier børsnoterte aksjer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 245).

3.3 Opsjonsbasert verdivurdering

Opsjonsbasert verdsettelse tar større hensyn til verdien av alternativene et selskap besitter. Tankegangen bak disse alternativene er knyttet til realopsjoner. På samme måte som finansielle opsjoner som gir eier rettigheten, men ikke plikten, til å kjøpe eller selge en aksje til en gitt pris, har selskaper rettigheter til å utføre ulike typer investeringer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 258). Slike alternativer blir gjerne ikke fanget opp i andre verdsettelsesmetoder, og denne tilnærmingen kan suppleres med nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i et statisk scenario (Kaldestad & Møller, 2016, s. 32). Kaldestad og Møller har valgt å inndelegge realopsjoner i et selskap inn i tre hovedkategorier:

- Muligheten til å utsette et prosjekt
- Muligheten til å utvide et prosjekt eller ekspandere
- Muligheten til å avhende eller relativt raskt skrinlegge et prosjekt

Denne tilnærmingen er lite brukt i praktiske verdivurderinger, og er svært utfordrende å utføre. Kvaliteten på estimatet vil i stor grad avhenge av kvaliteten på forutsetningene som tas. Variablene som benyttes er vanskelige å estimere i praksis. Metoden er mest relevant i bransjer som operer med binomiske utfall, som er særlig tilknyttet forskning og utvikling. Dette kan også gjelde virksomheter som avhenger av anskaffelser av lisenser, som for eksempel til oljeutvinning.

3.4 Valg av verdivurderings teknikk

Knivsflå (2020) peker på særlig 3 egenskaper ved et selskap og tilhørende bransje en skal undersøke for en velger verdsettelsesteknikk. Disse er som følger: 1) Fase i livssyklusen, 2) unikheter, og 3) drift eller avvikling (Knivsflå, 2020, F1, s. 29). Kaldestad og Møller (2016) nevner også faktorer som *tilgang på informasjon, tid til disposisjon, og krav til pålitelighet* (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33).

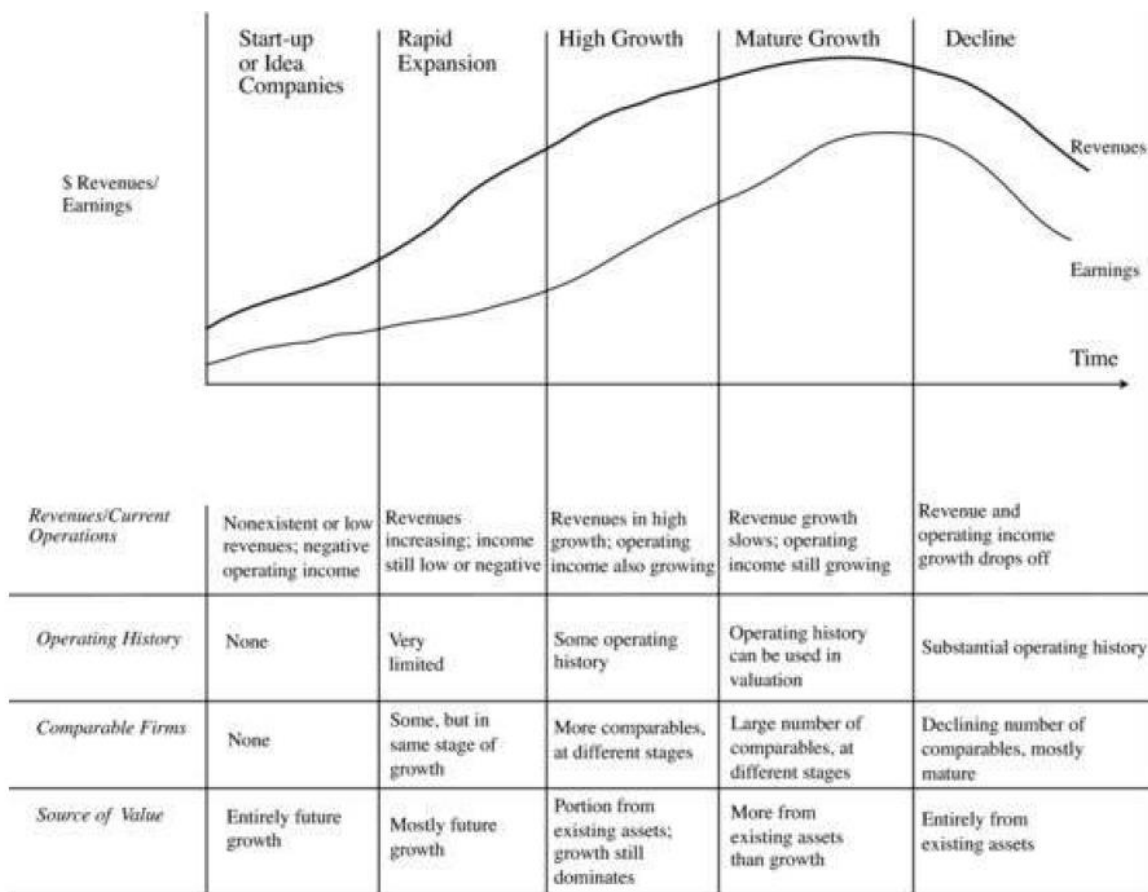
Fundamental verdsettelse er alltid en passende teknikk, men fungerer best under visse forhold (Knivsflå, 2020, F1, s. 31). Dette gjelder særlig når tilstrekkelig med fundamental informasjon er til stede, og dette kjennetegner mer modne selskaper. Det er også optimalt at selskapet ikke har fleksibiliteter av stor verdi, som i tilfelle taler mer for benyttelsen av opsjonsbasert verdsettelse (Knivsflå, 2020, F1, s. 32). Dette gjelder også sannsynligheten for nedsiden, altså konkurs.

Komparativ verdsettelse er som nevnt i kapittel 3.1.2 ansett som den mest benyttede i praksis. Det er særlig to forhold som taler for at denne bør benyttes som hovedteknikk. Den første er at det generelt er lite fundamental informasjon tilgjengelig for selskapet som skal verdsettes, men at det er godt med sammenlignbare selskap i samme bransje. Den andre er at det ikke foreligger noen spesielle selskapsfordeler (Knivsflå, 2020, F1, s. 33).

Opsjonsbasert er spesielt best å benytte tidlig eller sent i livssyklusen til et selskap, dersom det er fleksibilitet tilknyttet en opp- eller nedside. Hvis det skal benyttes for et selskap i en mer moden fase, bør det foreligge fleksibilitet av stor verdi. Denne teknikken er dermed som regel best å benytte som et supplement til fundamental verdsettelse (Knivsflå, 2020, F1, s. 32).

Hvis vi sammenligner forholdene som taler for valg av teknikk ovenfor med tilfellet for Kolonial, finner vi ikke umiddelbart den mest passende modellen. Fundamental verdsettelse er optimalt når det finnes mye fundamental informasjon. Kolonial er et relativt ungt selskap, og tilgjengelig informasjon er derfor begrenset. Fleksibiliteten tilknyttet ekspansjon eller avvikling vil også være høyere enn i et mer modent selskap. Isolert sett taler dette for benyttelse av opsjonsbasert verdsettelse. Det finnes ingen børsnoterte dagligvarekjeder i det norske markedet, og vil komplisere komparativ verdsettelse noe. Hvorvidt Kolonial er sammenlignbar nok med de tradisjonelle dagligvarekjedene for komparativt, anser vi som lite trolig grunnet strukturelle forskjeller tilknyttet driften.

Basert på hvilken del av livssyklusen en bedrift tilhører, har Damodaran (2012) presentert generelle kjennetegn som har implikasjoner for verdsettelsesprosessen (Damodaran, 2012, s. 645).



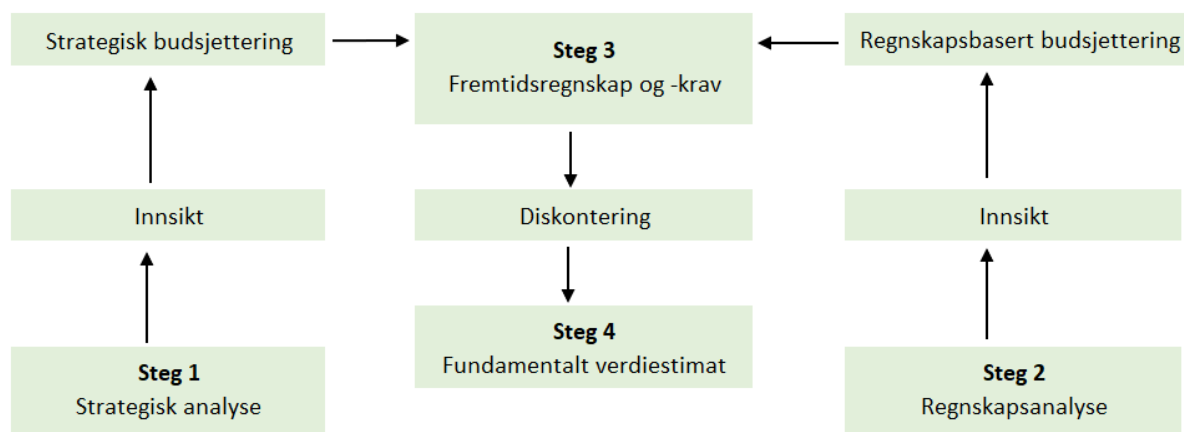
Figur 3.1 – Livssyklusen til bedrifter (hentet fra Damodaran, 2012, s. 645)

Med utgangspunkt i kjennetegnene for hver fase er vi trygge på at Kolonial havner innenfor «rapid expansion». Noen sentrale kjennetegn vi kan finne i figur 3.1 er den begrensede informasjonen og økende inntjening. Det pekes på at den sentrale kilden for verdien til selskapet, for det meste består av fremtidig vekst. Det nevnes av Knivsflå (2020) at alle tre teknikker vi har presentert, er passende i denne fasen (Knivsflå, 2020, F1, s. 30). Damodaran (2012) argumenterer for at verdsettelsen for yngre selskap generelt ikke differensierer seg fra veletablerte, og det er at verdien av selskapet også vil være nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. Forskjellen ligger derimot hovedsakelig i utfordringene tilknyttet estimeringen av disse (Damodaran, 2012, s. 643).

Valget for verdsettelsesteknikk faller dermed på fundamental verdsettelse. Som kompensasjon for begrenset informasjon, vil den kvalitative analysen ha større innvirkning på estimeringen. Avslutningsvis vil den fundamentale verdsettelsen suppleres med en scenarioanalyse, og vi vil gå nærmere inn på dette i kapittel 11.4.

3.5 Rammeverk for fundamental verddivurdering

Vi vil i dette kapittelet presentere rammeverket for verdsettelsesprosessen. Dette inneholder hovedsakelig 4 steg, som er illustrert i figur 3.2 nedenfor (Knivsflå, 2020, F1, s. 35).



Figur 3.2 – Rammeverk for fundamental verdsettelse

Steg 1 innebærer en kvalitativ strategisk analyse som vil bidra til å skape innsikt i underliggende økonomiske forhold. Dette gjøres gjennom interne analyser for selskapet, og eksterne for bransjen selskapet befinner seg i. Den eksterne analysen inneholder en kartlegging av faktorer på makronivå som kan påvirke bransjen i sin helhet, og deretter forhold internt i bransjen, som blant annet konkurranseforhold. Den interne analysen tar for seg kartlegging av ressursene selskaper innehar, og hvorvidt disse kan gi en konkurransefordel ovenfor konkurrentenes ressurser (Knivsflå, 2020, F1, s. 41-44).

Steg 2 tar for seg en kvantitativ regnskapsanalyse av de underliggende økonomiske forholdene. Denne inkluderer analyse av historiske regnskapsrapporter, som deretter skal omgrupperes til poster som avbilder selve verdiskapningen i selskapet på en mer oversiktlig måte. Videre skal det drøftes om de rapporterte tallene avbilder situasjonen på en god måte, og eventuelt justeres deretter. Til slutt skal forholdstall tilknyttet risiko og rentabilitet analyseres (Knivsflå, 2020, F1, s. 46-57).

Steg 3 vil deretter gå ut på å utarbeide fremtidsregnskapet og dermed kontantstrømmene som setter grunnlaget for estimeringen. De fremtidige kravene disse skal diskonteres med vil også bli estimert. Fremtidsregnskapet vil bli utarbeidet på bakgrunn av innsikten fra både den kvalitative og kvantitative analysen i steg 1 og 2 (Knivsflå, 2020, F1, s. 58-66).

Det fjerde og siste steget i rammeverket innebærer selve verdsettingen av selskapet med utgangspunkt i steg 3. Her vil de forskjellige teknikkene innenfor både egenkapital- og selskapskapitalmetoden bli benyttet. Estimaterne fra disse to metodene vil dermed bli benyttet i en konvergeringsprosess, mot et felles estimat. Usikkerhet i verdiestimatet vil deretter bli analysert (Knivsflå, 2020, F1, s. 68-73).

Rammeverket inkluderer også et mindre femte steg, som tar for seg eventuelle anbefalinger for bruk eller handling basert på verdiestimatet. Dette er særlig relevant for aksjehandel og oppkjøp av selskap. Det kan også benyttes som styringsgrunnlag for virksomheten (Knivsflå, 2020, F1, s. 76-77).

4. Strategisk analyse

I dette kapittelet skal vi analysere de strategiske faktorene som påvirker Kolonial sin verdiskapning og dermed selskapsverdi. Den strategiske analysen er en viktig del av den fundamentale verdsettelsen av selskapet, og kan deles inn i en ekstern og en intern del. Vi vil bruke de tre rammeverkene «PESTEL», «Porters fem krefter» og «VRIO» for å identifisere posisjonen Kolonial har i forhold til sine konkurrenter og dermed finne ut av om de har et konkurransemessig fortrinn. Disse rammeverkene vil gi oss en god forståelse for den fremtidige verdiskapningen for både bransjen og selskapet.

I den eksterne analysedelen vil vi gjøre rede for og analysere makrofaktorer, bransjen og konkurransemessige forhold. Et firmas eksterne miljø består av alle faktorene som kan påvirke potensialet for å oppnå og opprettholde et konkurransefortrinn. Ved å analysere faktorene i det eksterne miljø, kan ledere dempe trusler og utnytte muligheter. Det er derimot ikke alle faktorer som ledere har direkte innflytelse over (Keller, 2013, s. 66). PESTEL og Porters fem krefter vil gi oss en god oversikt over de eksterne forholdene som påvirker lønnsomhetsnivået i bransjen, og komplimenterer hverandre godt. PESTEL gir oss bare et utsideperspektiv av virksomheten og det er derfor viktig å ta med Porters fem krefter for å få et innblikk i konkurransen.

I den interne analyse-delen ønsker vi å finne ut av hvilke ressurser Kolonial har som kan være en kilde til varig konkurransefortrinn. Ved å ta i bruk VRIO ønsker vi å identifisere ressurser innad i bedriften som kan være avgjørende for at firmaet kan yte bedre enn konkurrentene og dermed oppnår bedre lønnsomhet (Keller, 2013, s. 113). Sammen med den eksterne analysen, vil dette gi oss et helhetlig bilde over de strategiske faktorene som påvirker Kolonial sin fremtidige verdiskapning og det gir oss en indikasjon på om det foreligger fordeler eller ulemper i selskapet. Avslutningsvis vil den interne og eksterne delen bli oppsummert i en SWOT-analyse.

4.1 PESTEL- Analyse

Modellen grupperer faktorene i firmaets eksterne miljø i seks segmenter; politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske. Disse danner sammen

forkortelsen PESTEL og sier noe om makroforholdene som har høyest innvirkning i dagligvaremarkedet og Kolonial sin fremtidige verdiskapning.



Figur 4.1 – PESTEL-rammeverk (Creately Templates, u.å.)

Vi har valgt å bruke denne modellen fordi den gir en relativt enkel måte å skanne, overvåke og evaluere viktige eksterne faktorer og trender som kan påvirke et firma (Keller, 2013, s. 67). Disse faktorene kan Kolonial ikke påvirke og må derfor prøve å tilpasse seg på best mulig måte. Slike faktorer skaper både muligheter og trusler. Nå som vi skal implementere PESTEL-rammeverket for dagligvaremarkedet, må vi også tenke på at mye av informasjonen er vanskelig å finne, og det kan derfor være noen faktorer som blir utelatt.

4.1.1 Politiske og legale forhold

Politiske forhold omhandler prosesser og handlinger fra myndighetenes side, som kan påvirke bedriftenes drift og tilpasning i markedet. Politiske og legale forhold er svært relatert, da legale forhold omfatter resultatet av politiske prosesser. Dette viser seg i form av lover, mandater, reguleringer og rettsbeslutninger (Keller, 2013, s. 67). Profittpotensialet til bedrifter som tilhører «rammede» industrier kan bli direkte påvirket.

Konkurranseloven

Konkurranselovens *formål er å fremme konkurranse for derigjennom å bidra til effektiv bruk av samfunnets ressurser* (Konkurranseloven, 2004, § 1). Økt konkurranse i et marked er fordelaktig for konsumentene, da dette medfører lavere priser, bedre kvalitet, større

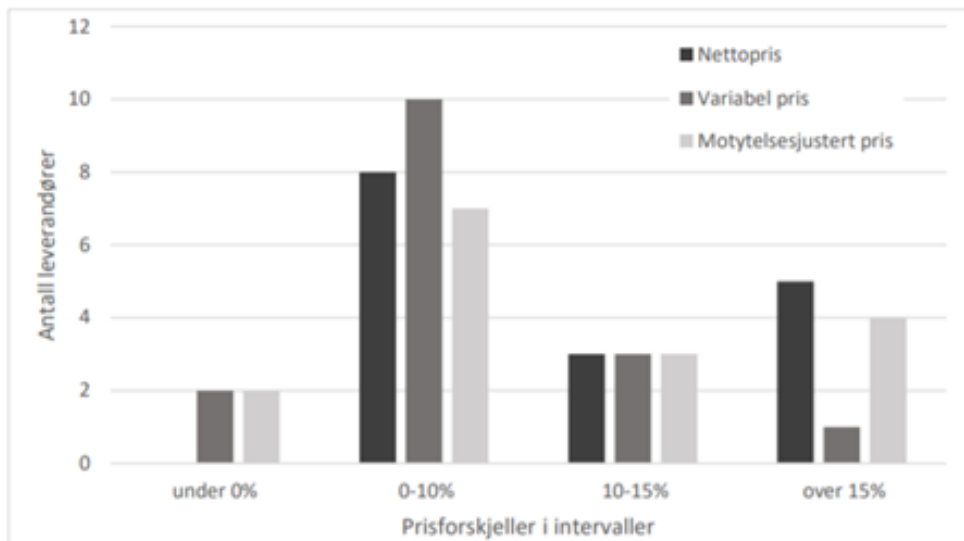
vareutvalg, og større valgfrihet (Oslo Economics 2017, s. 13). Opprettholdelse av denne loven innenfor dagligvare, skal overvåkes og reguleres av Konkurransetilsynet. Selv om dette er deres hovedoppgave, så har de ikke gjort jobben sin når det kommer til dagligvaremarkedet. Det har foregått prisdiskriminering i lang tid uten at Konkurransetilsynet har valgt å gjøre noe med det.

ICA er den største aktøren i Sverige, men klarte ikke å få det til i Norge. *Det er riktig at importvernet var en av grunnene til at vi ikke klarte å få det til i Norge, men neppe hovedårsaken. Vi hadde vesentlig dårligere innkjøpsbetingelser enn hovedkonkurrentene, sier ICA Norge-sjef Thorbjørn Theie i 2014. Hvis ICA kunne hatt med seg sine svenske avtaler inn i Norge, hadde de hatt en mye sterkere posisjon. (Laugen, 2014). I nyere tid har Lidl forsøkt å etablere seg i flere nye land, inkludert Norge. Norge er imidlertid det eneste landet der Lidl har valgt å legge ned sin virksomhet. (Oslo economics, 2017, s. 46). Dårlige innkjøpsbetingelser er en av grunnene til at de måtte legge ned, men for Lidl handlet det også om dårlig beliggenhet og at de fleste ikke hadde hørt om merkevarene deres. (Hagen, 2008)*

Både Rema 1000, Coop og ICA har slitt med dårligere innkjøpsbetingelser i flere år der det har vært antydninger til at prisforskjellene var større enn 5 %. Ifølge Konkurransetilsynet (2018), utgjør forskjeller på 3-5 % en stor etableringshindring (Konkurransetilsynet 2018, s. 3). Allikevel har de valgt å overse det som har skjedd i markedet i flere år og Magnus Gabrielsen, avdelingsdirektør i Konkurransetilsynet, sa i 2018 at de ikke har noen konkrete planer om å beregne forskjellene i totale innkjøpsbetingelser mellom kjedene. Konkurransetilsynet sa altså eksplisitt at de ikke har tenkt til å undersøke det. (Valvik, 2018)

Lov om god handelsskikk

Etter mye frem og tilbake i 2018, ville regjeringen endelig ha et svar på konkurransesituasjonen i dagligvaremarkedet. Konkurransetilsynet ble dermed oppfordret til å se på markedet, og la i november 2019 frem foreløpig undersøkelser som indikerer at det foregår prisdiskriminering i dagligvaremarkedet. De hentet inn innkjøpsprisene fra 2017 til dagligvarekjedene NorgesGruppen, Coop og Rema fra totalt 16 merkevareleverandører (Konkurransetilsynet 2019, s. 8)



Figur 4.2 – Prisforskjeller mellom NorgesGruppen og kjede x, (Konkurransetilsynet 2019 s. 8)

Figuren viser innkjøpsprisene til kjede X, enten Rema eller Coop, sammenlignet med NorgesGruppen. Resultatene viser at NorgesGruppen oppnår mellom 0 og 15 prosent bedre betingelser for sitt innkjøpsvolum enn de to andre dagligvarekjedene (Konkurransetilsynet 2019, s. 9). Over 15 % prisforskjeller viser hvor langt Rema og Coop må strekke seg for å bli like billig som NorgesGruppen. NorgesGruppen fikk i 2018 et overskudd på 3 milliarder kroner av en omsetning på 87 milliarder. Rema fikk et overskudd på 500 millioner kroner, mens Coop fikk et overskudd på 600 millioner. (Solem & Ekeberg, 2019). Disse profittnivåene i prosent er tilsynelatende ikke så høye, de ligger på rundt 3 %, men i volum så blir det veldig mye. (Munthe-kaas, 2020, F10). Det gjør at hvis du har en 10 % kostnadsulempe eller bare 5 % så er det nesten umulig å utligne det. Så dette har åpenbart vært et veldig stort problem.

I desember 2019, publiserte regjeringen derfor en pressemelding som presenterte en ny lov som ble fremmet, «Lov om god handelsskikk i dagligvarekjeden». Formålet med denne loven er å redusere konfliktnivået i bransjen (Regjeringen (A), 2019). En av hensiktene med loven er å bidra til mer effektive forhandlinger og kontrakter mellom leverandører og detaljister for å oppnå mer samfunnsøkonomisk effektive løsninger, som kommer til gode for konsumentene. (Prop. 33 L (2019-2020)). Loven ble sanksjonert 17.04.2020, men har enda ikke trådt i kraft (11.11.2020). Virkeområdet til loven omfatter forhandlinger tilknyttet levering av dagligvarer som skal videreselges til konsumenter, altså mellom leverandør og detaljist. Den består hovedsakelig av sterkere krav til åpenhet for partene som er involvert i

forhandlingene. En vil være pliktig til å legge frem opplysninger som er av relevans for den andre parten i forhandlingene, med unntak av hemmeligheter med berettiget grunn. Avtaler mellom partene skal inngås skriftlig, og i sin helhet beskrive ytelsene partene er forpliktet til å levere. Dagligvaretilsynet er ansvarlig for tilsyn om overholdelse av loven. (Lov om god handelsskikk i dagligvarekjeden, 2020, § 6). Dette kan potensielt føre til mer rettferdige innkjøpspriser for aktørene som hittil har fått dårligere betingelser.

Helligdagsloven

Helligdagslovens formål er *å verne om det gudstjenestelige liv og den alminnelige fred på helligdager*. (Helligdagsfredloven, 1995, § 1). Loven omfatter et forbud mot faste utsalgssteder å holde åpent. For dagligvare, gjelder dette utsalgssteder med en samlet salgsflate som overstiger 100 kvadratmeter. Nettbasert dagligvarehandel havner ikke innenfor restriksjonene denne loven medbringer, og kan potensielt gi et konkurransefortrinn ovenfor fysiske detaljister.

Personopplysningsloven

Når det kommer til nettbasert dagligvarehandel, blir datasikkerhet en sentral faktor. Kolonial og flertallet av andre foretak benytter seg i en viss grad av datainnsamling. Dette kan brukes til å skreddersy kundeopplevelsene på individnivå, hvor for eksempel dine kjøpspreferanser knyttes til profilen din, slik at du kan motta tilbud på varer du regelmessig anskaffer. Dette gjør det lettere for detaljistene å nå frem til alle typer kunder. Som et ekstra eksempel, lagrer Kolonial tidligere kjøp som handlelister, slik at du kan gjennomføre det samme kjøpet med ett tastetrykk. Når du registrerer en bruker for å kunne handle hos en nettbasert aktør, gir du samtidig samtykke for at din aktivitet loggføres. Behandlingen av denne type data må skje innenfor rammeverket til personopplysningsloven. Loven omfatter restriksjoner, unntak, ulike bruksområdet, og særegne regler for ulik kategorisert data. (Personopplysningsloven, 2018, § 1-24)

Importvern

Den norske landbrukspolitikken inkluderer et importvern for landbruksvarer, som omfatter ulike tollsatser for kategoriserte varer. Importvernet er *et av de viktigste virkemidlene i landbrukspolitikken for å sikre norsk produksjon* (Regjeringen (A), 2020). Størrelsen på tollavgiften for en gitt vare avhenger av hvilken grad produksjon av den varen som foregår i Norge. Det er eksempelvis ingen toll på produkter vi ikke produserer selv, eller som er utenfor sesongen. Det argumenteres for at dette importvernet forsterker sammenhengen mellom volum og innkjøpsbetingelser, som en konsekvens av økt konsentrasjon i leverandørleddet og dermed sterkere forhandlingsmakt (Oslo Economics, 2017, s. 5).

4.1.2 Økonomiske forhold

Økonomiske faktorer i et firmas ytre miljø er i stor grad makroøkonomiske, noe som påvirker hele økonomien og dermed den underliggende driften til Kolonial. Ledere må vurdere hvordan de makroøkonomiske faktorer som for eksempel sysselsetting, renter og BNP-vekst kan påvirke strategien. (Keller, 2013, s. 68).

Norge er en liten, åpen økonomi og derfor er den økonomiske utviklingen i utlandet viktig. Som følge av den verdensomspennende pandemien har de fleste land iverksatt smitteverntiltak og sammen med fremtidig usikkerhet har det ført våre handelspartnere inn i en nedgangskonjunktur. (Statistisk sentralbyrå A, 2020, s. 3). Selv om tiltakene gradvis mykes opp, preges landene fortsatt av det. Ifølge Statistisk sentralbyrå (2020) er det forventet at Euroområdet vil ha en negativ BNP-vekst på -7,4 % i 2020. Det er forventet at veksten vil ta seg kraftig opp igjen mot slutten av året, og i 2021 vil Euroområdet ha en BNP-vekst på 4,6%. Dette betyr derimot ikke at gjeninnhentingene bli sterk nok til at BNP vil komme opp til tidligere nivåer. Situasjonen ser veldig lik ut for USA der det også er forventet at de vil ha en negativ BNP-vekst på -7,4 % i 2020 og en vekst på 4,9 % i 2021. Vi kan ikke stole helt på prognosene, da smittespredningen kan bli mer omfattende og mer langvarig enn antatt. (Statistisk sentralbyrå A, 2020, s. 5)

I mars fikk også norsk økonomi et kraftig tilbakeslag på grunn av utbruddet og de påfølgende smitteverntiltakene. Fra 10. mars til 31. mars økte antall registrerte arbeidsledige hos NAV, inkludert permitterte, fra om lag 65 000 til om lag 300 000. Etter hvert som smitten ble

redusert og myndighetene lettet på smitteverntiltakene, var det tegn til at fallet i økonomisk aktivitet stoppet opp gjennom april og mai. BNP fastlands-Norge fikk en nedgang på 6,9 % fra februar til mars, og 4,7 % fra mars til april. Ifølge Statistisk sentralbyrå A (2020) er det nå forventet at Norge vil ha en negativ BNP-vekst på -3.9 dette året. Det er forventet at veksten vil ta seg opp igjen mot slutten av 2020 og man forventer derfor en vekst i BNP på 4,3 % i 2021. Gjeninnhentingene blir godt understøttet av ekspansiv finans- og pengepolitikk, samt positive effekter av en lavere oljepris. Den registrerte ledigheten er nå på vei nedover som følge av at nye ledige har avtatt samtidig som de som var arbeidsledige har kommet inn i arbeidslivet igjen. Den 2. juni var det «kun» registrert 171 400 som helt ledige. (Statistisk sentralbyrå A, 2020, s. 9)

Disse urohetene i markedet sammen med smitteverntiltakene i mars førte til et kraftig fall i husholdningens vare- og tjenestekonsum. Fallet i varekonsumet var på 4,2 % men rapporten fra Nielsen viste at dagligvaremarkedet økte med 7,2 % i første kvartal. (Statistisk sentralbyrå A, 2020, s. 28). Med alle smitteverntiltakene som ble innført i Mars 2020, begynte nordmenn å hamstre mye mat i frykt for å havne i karantene og ikke komme seg på butikken. Det viste seg at de økonomiske urohetene ble til fordel for dagligvarebransjen der etterspørselen etter dagligvare har økt betraktelig. Vi befinner oss i en veldig spesiell krise, noe vi ikke har opplevd før. På grunn av smitteverntiltakene har det ført til at befolkningen har måttet tilbringe mer tid hjemme. Stengte restauranter har blant annet ført til at vi har måttet lage mat hjemme, og det kan være en av grunnene til denne oppgangen. En annen grunn til det er at dagligvare kan sees på som nødvendighetsgode og blir i mindre grad påvirket av konjunktursvingninger.

Det endrede handlingsmønsteret har gitt aktører som tilbyr netthandel en stor vekst. Kolonial har blant annet doblet omsetningen etter koronapandemien brøt ut. De fikk en sterk vekst av nye kunder på grunn av smittespredningen og tiltakene i mars og april, noe som har krevd plukking av over 300.000 varer daglig. Kolonial var i vekst før viruset brøt ut i Norge, og hadde allerede nådd grensen for å dekke etterspørselen. Pandemien ga et skift i etterspørselskurven og viste seg å bli en mulighet de måtte gripe. De satt derfor i gang flere tiltak for å levere på den enorme etterspørselen, der de blant annet startet med å levere på natta. De økte også bemanningen for å øke kapasiteten og fikk etter kort tid totalt 200 nye ansatte i mars. De har kunnet hente inn medarbeidere som blant annet ble permittert fra andre bransjer og har dermed hjulpet folk med å komme i arbeid igjen. (Lorvik, 2020)

Pengepolitikken er en viktig del av konjunkturstyringen, og det kan også være en av faktorene som har påvirket dagligvarekonsumet positivt. Norges Bank har måttet sette ned styringsrenten tre ganger med til sammen 1.5 prosentpoeng, ned til 0 prosent. I tillegg til de lave rentene, er det vedtatt flere tiltak for å redusere lånekostnadene. Dette har bidratt til å opprettholde aktiviteten gjennom nye utlån til virksomheter. (Statistisk sentralbyrå A, 2020, s. 13). En lavere styringsrente betyr at lånekostnadene til selskapene forventes å bli lavere og har dermed stor innvirkning på lønnsomheten til selskapene og bransjen. Lavere styringsrente har også kommet forbrukerne til gode i og med at de nå betaler mindre renter på boliglånet og kanskje har mer penger å bruke på mat.

Usikkerheten rundt den videre utviklingen er imidlertid stor og en ny smittebølge vil kunne legge en ytterligere demper på den økonomiske aktiviteten. 0 prosent styringsrente anses å være nær en nedre grense og vil dermed ikke kunne avlaste situasjonen hvis de økonomiske utsiktene skulle forverre seg. Vi må heller ikke glemme at arbeidsledigheten fortsatt ligger på et mye høyere nivå enn det den lå på før krisen. Det er fortsatt en risiko for at smitten igjen kan tilta både nasjonalt og internasjonalt. (Statistisk sentralbyrå A, 2020, s. 13).

Lavkonjunkturerne vil kunne bli dypere og mer langvarig enn antatt, og arbeidsledigheten kan øke enda mer enn det den gjorde i mars. Det er dermed ikke sikkert at dagligvaremarkedet kommer like godt ut av situasjonen hvis en ny smittebølge inntreffer og de økonomiske utsiktene forverrer seg enda mer.

4.1.3 Sosiokulturelle forhold

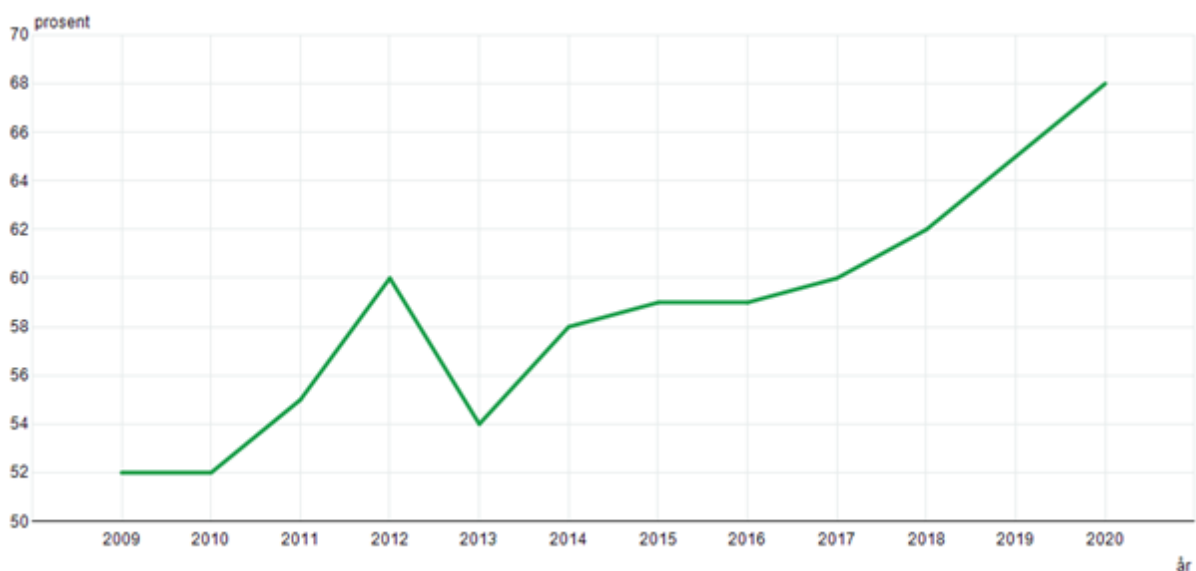
Sosiokulturelle forhold fanger et samfunns kulturer, normer, og verdier (Keller, 2013, s. 69). Disse forholdene kan bli fanget opp av trender og handlevaner. Bedrifter må overvåke disse og vurdere hvilke implikasjoner det kan ha på deres forretningsmodell.

Handlevaner

Nordmenns generelle handlevaner er viktig å ta i betraktning, og særlig i form av hyppigheten denne tar plass. I en undersøkelse utført av Norstat på vegne av Forbrukerrådet i 2016 svarte 75 % at de handlet dagligvare flere ganger i uken, 7 % handlet hver dag og kun 17 % handlet en gang i uken (Forbrukerrådet, 2016). Dette antyder at nordmenn generelt handler relativt ofte. Nettbasert dagligvarehandel inneholder gjerne en leveringsavgift, som kan bli kostbar

dersom innkjøpene foregår i denne hyppigheten. Dagligvareundersøkelsen publisert av Forbrukerrådet i 2013 viser også til svært like resultater, men her fremkommer det også at 27 % av respondentene, ville handlet sjeldnere dersom de fikk hjelp til planlegging (Forbrukerrådet, 2013). Dette antyder en viss villighet til endring av handlevaner, hvor tilpassede tjenester som for eksempel lagring av handlelisten som nevnt tidligere, kan bidra til økt optimisme rundt nettbasert dagligvare. Foreliggende grunner bak hyppigheten i butikkbesøk blir ikke presentert i rapportene, med unntak av planlegging av innkjøp. Det er derfor vanskelig å si noe om hvorvidt disse vanene kan endres ved bruk av nettbasert dagligvare, selv om det kan antas dette er tilfellet for en viss andel av befolkningen. Potensielle grunner kan for eksempel være at folk benytter seg av kollektivtransport, eller generelt har fysiske begrensninger relatert til bæring av store innkjøp.

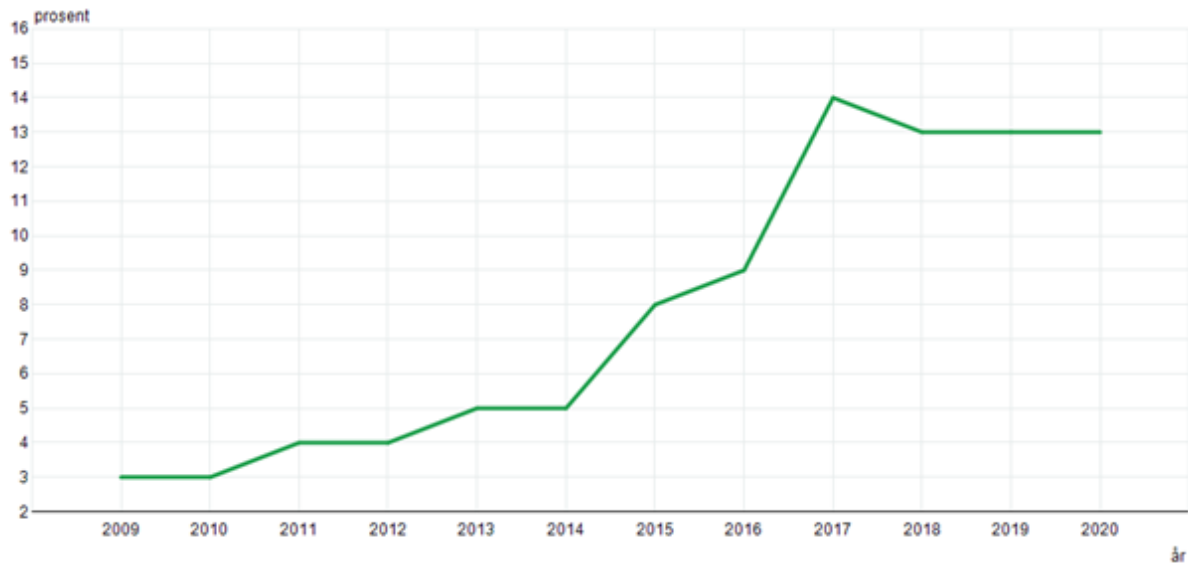
Et annet aspekt som kan tale for optimisme tilknyttet nettbasert dagligvarehandel, er utbredelsen av generell netthandel. En undersøkelse fra SSB viser at 52 % av den norske befolkningen i aldersgruppen 16-79 hadde i 2009 handlet via nett innenfor de siste tre månedene. I 2020 hadde dette økt til 68%, og henholdsvis 62 % og 65 % i 2018 og 2019. Andel som hadde netthandlet innenfor de siste 12 månedene steg fra 67 % til 83 % i samme tidsperiode (Statistisk sentralbyrå B, 2020).



Figur 4.3 – Netthandel innen siste 3 mnd, i prosent av befolkningen (Statistisk sentralbyrå B, 2020)

Dette antyder en økende trend innenfor netthandel, som potensielt kan overføres til dagligvarehandel.

Vi kan også se på en utvikling som er knyttet mer direkte til nettbasert dagligvare. Innenfor samme undersøkelse fra SSB, ble det kartlagt andel av befolkningen som hadde benyttet internett for kjøp av mat/kolonialvarer innenfor de siste 12 månedene.



Figur 4.4 – Netthandel av mat/kolonialvarer innen siste 12 mnd, i prosent av befolkningen (Statistisk sentralbyrå B, 2020)

Her ser vi en økning fra 3 % til 13 % i perioden 2009-2020. Dette skyldes antakeligvis i stor grad etableringen av nettbaserte aktører i perioden. Det kan også indikere at en stor andel av befolkningen enda ikke har testet denne formen for dagligvarehandel, og kundebasen vil derfor kunne øke dersom flere forbrukere introduseres for dette. (Statistisk sentralbyrå B, 2020)

Eldrebølge

I tidsperioden 2008 til 2018 har antallet for personer i aldersgruppen 67-79 i Norge vokst med omtrent 46%. Dette tilsvarer en økning fra 396 983 til 579 695 (Wettergreen et al., 2019). Hvis vi ser videre på dagens nivå, består den norske befolkningen av 827 420 personer i en alder av 67 år eller mer. Dette tilsvarer omtrent 15,4 % av den totale befolkningen på 5 367 580. SSB sin framskrivning av befolkningen estimerer at den totale befolkningen vil øke til 6 073 637 innen 2060, hvor 1 577 027 av disse består av aldersgruppen 67 eller mer, og dette tilsvarer omtrent 26 % (Statistisk sentralbyrå C, 2020). Med utgangspunkt i den forventede fremtidige eldrebølgen, kan det antas at behovet for assistanse tilknyttet innkjøp av dagligvarer vil øke. Dette vil kunne bidra til en positiv vekst i markedet for nettbasert

dagligvare. I tillegg til det, vil befolkningen som blir eldre nå være flinkere til å bruke teknologi, og kan være mer åpen for å handle dagligvarer over nett.

4.1.4 Teknologiske forhold

Teknologiske faktorer fanger anvendelse av kunnskap for å lage nye prosesser og produkter. Teknologisk fremgang er viktig og skaper enorme muligheter for å skape verdi på nye måter. (Keller, 2013, s. 70). Det har muliggjort utvikling av smartere løsninger og fremgangen har gått fort de siste tiårene. Ikke overraskende gir endringer i det teknologiske miljøet både muligheter og trusler for selskaper.

Forskning og utvikling er verdifullt for alle bransjer, og dette gjelder også dagligvarebransjen. Vi har ikke sett mye til teknologisk utvikling i Norge når det gjelder dagligvarebransjen. Likevel er teknologien i bransjen under utvikling, og Kolonial er et godt eksempel. De vil revolusjonere en hel bransje og har vært opptatt av å bygge fantastiske kundeopplevelser, og tenker radikalt og nytt innen bruk av teknologi og data for å lage morgendagens dagligvarehandel. (Kolonial.no A, 2020). Ved hjelp av teknologien har de klart å spare kundene tid i hverdagen, og i tillegg har de gjort det mulig for blinde og svaksynte å handle dagligvarer uten assistanse. De har bygget det meste av de tekniske løsningene selv der de har egenutviklet logistikk-løsninger for varemottak, plukk og inventarstyring som er skreddersydd for digital dagligvarehandel. Dette gir dem en unik mulighet til å predikere salgsvolum og leveransebehov ved å kontrollere data i alle ledd. De har altså brukt teknologien til sin fordel og gjør det bedre på disse frontene enn de andre aktørene i bransjen. Det kan bli ansett som en trussel for de andre i bransjen, men de kan vri det om til å bli en mulighet hvis de investerer og fokuserer på disse faktorene i like stor grad.

Når det gjelder teknologien i butikklokalene så ble selvbetjente kasser introdusert noen år tilbake. I januar 2020 lanserte Coop derimot en ny teknologi i flere av sine butikker. Den kommer først til Obs men skal deretter ruller ut i Coops 1200 butikker i Norge. Man bruker en app til å skanne en barkode før man går inn i butikken, og det gjør det mulig å bruke mobilen til å handle. Man skanner varene selv, og legger de i bæreposen mens man handler. Når man kommer til utsjekk skanner man en ny barkode og betaler via mobilappen «Coopay» når man forlater varehuset. (Ripegut, 2020). Dette gjør at man slipper å gå gjennom kassen på vei ut av butikken og man trenger ikke å forholde seg til noen ansatte. Om kunden har et

valg om å slippe å stå i kø, benytter de seg gjerne av det og vil helst bruke så lite tid som mulig inne i butikken.

Lønn er en stor kostnad for dagligvarebutikker og dette er med på å redusere bruken av kassemedarbeidere. Coop insisterer på at deres nye teknologi ikke vil føre til at ansatte mister jobben. Denne teknologien gjør derimot at behovet for kassemedarbeidere reduseres siden kundene gjør jobben selv. Det kan bety at de nåværende arbeidstakerne ikke mister jobben, men det betyr også at flere i første omgang ikke blir ansatt. På den andre siden kan det også være positivt for de ansatte med tanke på at det å jobbe i kassen er noe av det mest belastende som ansatte gjør i en butikk. Hvis denne funksjonen blir automatisert, kan de være mer ute i butikken der de kan hjelpe kunder med å finne varer de leter etter, rydde, fylle på varer og yte bedre service i butikken generelt. (Ripegutu, 2020)

Amazon har gjort det samme som Coop, men enda tidligere og mye bedre. De har lenge hatt en visjon om hvordan dagligvarehandelen hadde vært hvis man bare kan gå inn i butikken, plukke med seg varene, og gå ut igjen når man var ferdig. Dette har de klart å gjøre til realitet, og har skapt verdens mest effektive og avanserte teknologi slik at man aldri trenger å vente i kø. Tidlig i 2018 lanserte de «Amazon go», en dagligvarebutikk med en ny type teknologi. Man bruker appen til Amazon for å komme inn i butikken, og deretter er det bare å plukke ut varene man trenger og legge de i handlekurven eller direkte inn i bæreposen. Alt man plukker opp blir automatisk lagt til i din virtuelle handlekurv. Hvis du ombestemmer deg, er det bare å legge det tilbake og da vil den også fjernes fra handlekurven med en gang. For å klare dette bruker de den samme type teknologiene som brukes i selvkjørende biler. Dette har de valgt å kalle for «just walk out technology», for når du går ut av butikken vil den summere varene dine og belaste kontoen din på Amazon. (Amazon, 2020)

NorgesGruppen jobber også med nye teknologiske løsninger. Slik vi snakket om i kapittel 2, selger de også dagligvarer over nettet. I tillegg til det, satser de på teknologi som gjør handelen raskere og enklere for kunden. Det innebærer blant annet ferdige handlelister, løsninger for enklere parkering, elektronisk kvittering, nye betalingsløsninger og selvbetjente kasseløsninger. Tidsbesparelsen skal også komme ved å tilby tjenester som gjør det enklere å planlegge, handle og tilberede god mat. (NorgesGruppen B, u.å.). Vi har fortsatt ikke sett hva dette innebærer spesifikt, men det er klart at NorgesGruppen som er den ledende aktøren vil holde seg oppdatert på teknologien. En annen mulighet er å lage et system der butikken

mottar bestillinger fra kunden via nettet som deretter kan hente den ferdigpakkeposen når det passer.

Næringen er altså i stadig utvikling og de jobber for å øke lønnsomheten gjennom forskning og utvikling. Det fokuseres på effektivisering og det blir viktig å tilby kundene de beste og enkleste løsningene. Dette er teknologi som Rema 1000, Coop og NorgesGruppen kan implementere i fremtiden og vil være med på å gjøre det vanskeligere for de nettbaserte selskapene. Selv om det er lett å få varene sendt hjem på døren, kan det i mange tilfeller være enklere og kjappere å ta seg en tur til butikken selv med denne teknologien. Det at man kan ta på varene selv, bedømme kvalitet og i tillegg slippe å stå i kø, kan ha en negativ påvirkning på selskaper som er nettbasert. De teknologiske utviklingene i markedet skaper altså både utfordringer og muligheter for Kolonial i fremtiden.

4.1.5 Miljømessige forhold

Miljømessige forhold omfatter brede miljøaspekter knyttet til naturlige omgivelser, global oppvarming, og bærekraftig økonomisk vekst. Ansvarsfull og bærekraftig behandling av omgivelsene bidrar til videre eksistens av menneskelige samfunn og organisasjonene vi skaper (Keller, 2013, s. 70). Innenfor disse forholdene er det relevant å se på effektene drift innenfor dagligvarebransjen har på klimautslipp, og hvorvidt nettbasert dagligvarehandel har potensialet til å være mer klimaeffektivt enn tradisjonell dagligvarehandel. Global oppvarming har vært et sentralt tema de siste årene, og en rekke tiltak har blitt satt i verk for å minimere forurensningen. Innen 2030 har Norge som mål å redusere utslippet av klimagasser med 50-55 prosent sammenlignet med nivået på 1990-tallet (Regjeringen (B), 2020). Virkemidler for opprettholdelse av dette målet er hovedsakelig basert på avgifter og kvoter. Dette gir bedrifter insentiver til å drive mer bærekraftig, da motsetningen kan bli for kostbar. Insentivene kommer nødvendigvis ikke kun i form av direkte «straff» gjennom avgifter. Tidligere forskning viser at økt implementering av bærekraftige tiltak, har en positiv påvirkning på langsiktig profitabilitet (Jørgensen & Pedersen, 2017, s. 36-38).

Hvorvidt nettbasert dagligvarehandel bidrar til mindre utslipp, er et innviklet spørsmål. Rapporten, Transportøkonomisk institutt (2017), diskuterer klimaeffekter av dagligvarehandel på nett med utgangspunkt i tidligere forskning (Gundersen et al., 2017). Det nevnes at mye av forskningen på dette temaet ser på effekten av hjemlevering sammenlignet

med reiser til butikken, og at mange tar for seg andre varer enn dagligvarer. Den tidligere forskningen har ført til flere ulike hypoteser, og det hele viser seg å avhenge av antakelser og forutsetninger. Det konkluderes med at nettbasert dagligvarehandel har et potensial til å redusere CO₂-utslippet, dersom visse forutsetninger er til stede. En stor forutsetning er at det erstatter private bilturer til butikken. Dersom flertallet allerede benytter seg av kollektivtransport, gåtur, eller sykkel, kan hjemlevering føre til økt utslipp. Det antas derimot at det er storhandling som i stor grad allerede består av bilturer som erstattes. Det nevnes også at det avhenger av hvilke geografiske området som får tilbud om hjemlevering. Dersom det hovedsakelig er tettbebygde og urbane områder, erstatter det bilreiser i mindre grad, da bilandelen i slike området er lavere. Det er også relevant å betrakte hvor mange som benytter seg av hjemlevering, slik at leveranseturene har muligheter for å bli mest mulig effektive, altså å kunne levere til så mange som mulig i samme området på samme tur. Problemer kan oppstå dersom markedet fylles av mange aktører, og økt konkurranse presser prisene for hjemlevering ned. Dette kan føre til at forbrukerne utfører mindre handler, slik at leveranseturene øker.

Matsvinn omfatter alle nyttbare deler av mat produsert for mennesker, men som enten kastes eller tas ut av matkjeden til andre formål enn menneskeføde, fra tidspunktet når dyr og planter er slaktet eller høstet (NHO, u.å.). Matsvinn er et svært relevant tema innenfor dagens samfunn, da det medfører store økonomiske tap og økte utslipp av klimagasser. FN inkluderer dette i sitt bærekraftsmål 12.3, hvor målet er å halvere matsvinn per innbygger innen 2030 på verdensbasis (FN, 2020). Østfoldforskning og Matvett utarbeidet en rapport i 2019 for å kartlegge matsvinnet i perioden 2015-2018 (Stensgård et al., 2019). Her kommer det frem at fra 2015 til 2018, ble det totale matsvinnet innenfor matbransjen redusert med 12%. I 2018 ble det totale matsvinnet kalkulert til å være minst 390 000 tonn spiselig mat, som tilsvarer et økonomisk tap på 22,3 milliarder kroner og 1,3 millioner CO₂-ekvivalenter per år.

I tillegg til at dette er et svært viktig punkt tilknyttet bærekraft, medfører dette også store kostnader for detaljistene. Minimering av matsvinn vil også kunne minimere kostnader og bidra til økt profitt. Nettbasert dagligvare består gjerne av betraktelig færre utsalgssteder sammenlignet med fysiske butikker. Dette medfører et større potensial for hurtigere omløp i varelageret, som minimerer antall varer som går ut på dato før det selges. Når tradisjonelle butikker vil sikre seg å ha en gitt vare på lager til enhver tid, vil det være typisk å legge på en

sikkerhetsmargin på beholdningen. Dette øker sannsynligheten for at varer forblir i butikken frem til sin utløpsdato, og blir kastet. En annen fordel for nettbasert er at innkjøpene skjer på bestilling, og leveransene er som oftest ikke umiddelbare. Dette kan gi tid til å anskaffe eller produsere etter behov. Som et eksempel, har Kolonial et eget bakeri hvor de produserer ferskvarer etter bestilling, som gjør at de selger alt de produserer i denne kategorien. De fleste kjøp antas også å være storkjøp, hvor kundene gjerne gjør tilsvarende innkjøp da de har muligheten til å kopiere forrige handel. Dette kan bidra til en mer presis estimering av behovet i varebeholdningen.

I en artikkel publisert av E24 i 2019, fortalte Munthe-Kaas at svinn til Kolonial lå under 0,5 % av omsetningen (Hopland (B), 2019). Sammenlignet med resten av dagligvarehandelen, rapporteres det av Matvett at denne lå på 1,3 % av omsetningen i 2018. Varegruppen med mest svinn i prosent av omsetning var her ferske bakevarer på 8,8 % (Stensgård et al., 2019).

4.1.6 Oppsummering PESTEL

Vi har sett på makroforholdene i dagligvaremarkedet og presentert de viktigste faktorene som påvirker industrien. Dagligvaresektoren blir påvirket av mange faktorer som er vanskelig å kontrollere eller påvirke. Lover og reguleringer har gjort det vanskelig å være konkurransedyktig, særlig for mindre aktører som har blitt prisdiskriminert. Den nye loven om god handelsskikk kan derimot trekke bransjen i en ny retning der konfliktnivået blir redusert.

De økonomiske faktorene er veldig ustabile på grunn av Covid-19, der den økonomiske veksten er i en nedgangskonjunktur. Det har derimot vist seg at det ikke har lagt noen begrensninger på dagligvarebransjen. Særlig for Kolonial, som har klart å bruke deres nettbaserte system effektivt, ble de økonomiske urolighetene til en mulighet ved at flere ble værende hjemme.

Ny teknologi som automatiserer manuelle prosesser i dagligvarebutikkene utgjør en trussel for bedrifter som ikke tar den i bruk selv. Det er derimot også en mulighet ettersom det fører til sparte kostnader og forbedrede kundeopplevelser og dermed økt lønnsomhet.

Innenfor sosiokulturelle forhold diskuterte vi nordmenns handlevaner, og hovedsakelig hyppigheten denne foretas i. Det viste seg å være relativt liten grad av planlegging knyttet til

innkjøp, og følgelig en tendens til flere handleturer per uke. Leveringskostnader tilknyttet hjemlevering kan bli kostbart for konsumenter som handler mange ganger i uken, men villigheten til å foreta færre innkjøp var til stede hos i overkant av en fjerdedel av respondentene dersom de fikk hjelp tilknyttet planlegging.

Fokuset på miljøendringer er stort i tiden vi befinner oss i, og vi presenterte tidligere forskning tilknyttet effekten hjemlevering av dagligvarer kan ha på miljøet. Det viste seg å være et stort potensial for miljøgevinster, men dette avhenger av mange forutsetninger. Disse er særlig tilknyttet kjennetegnene til turene hjemleveringen erstatter, og effektiviteten i leveringsrutene. Nettbasert dagligvare viste seg å ha en positiv effekt på mengden matsvinn. Behovet for umiddelbar tilgjengelighet for alle varer når kundene skal handle er vesentlig lavere når handelen skjer på bestilling, og nettbaserte aktører får dermed mulighet til å gjøre innkjøp og produksjon mer etter behov. Slik vil overestimeringer av varebeholdningen sjeldnere oppstå.

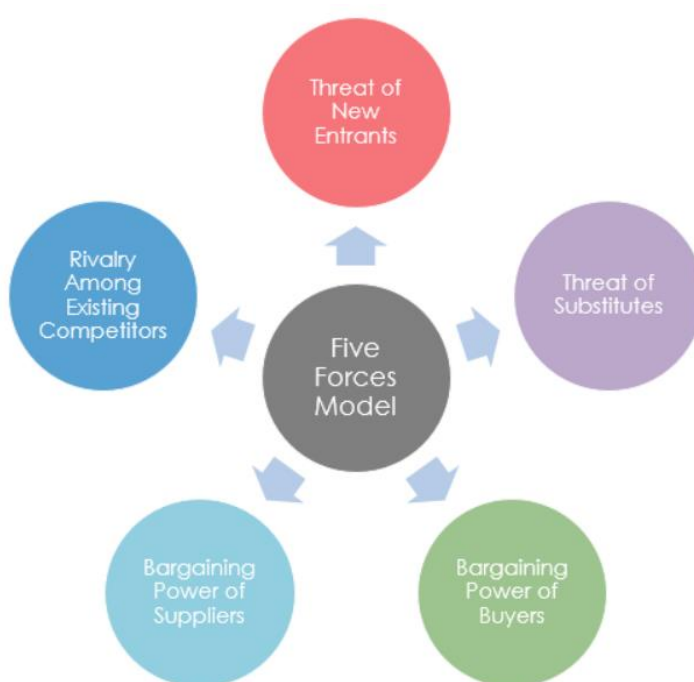
De viktigste faktorene er oppsummert i denne tabellen:

Politiske og legale forhold	<ul style="list-style-type: none"> - Konkurranseloven - Loven om god handelsskikk - Helligdagsloven - Personopplysningsloven - Importvern
Økonomiske forhold	<ul style="list-style-type: none"> - Stor usikkerhet rundt den økonomiske utviklingen - Nedgangskonjunktur - Økt arbeidsledighet - Styringsrente er satt til 0 %
Sosikulturelle forhold	<ul style="list-style-type: none"> - Stor hyppighet tilknyttet innkjøp av dagligvarer - Villighet til å utføre større handler sjeldnere - Eldrebølge
Teknologiske forhold	<ul style="list-style-type: none"> - Teknologien er i stadig utvikling - Store muligheter for automatisering - Store muligheter for kostnadsbesparelser
Miljømessige forhold	<ul style="list-style-type: none"> - Potensiale for miljøgevinster tilknyttet hjemlevering - Nettbasert reduserer matsvinn

Tabell 4.1 – Oppsummering av PESTEL-analyse

4.2 Porters fem konkurransekrefter

Selv om PESTEL-rammeverket lar deg skanne, overvåke og evaluere det ytre miljøet for å identifisere muligheter og trusler, gir analyse av industrien et bedre grunnlag for å identifisere industriens profittpotensial, strategiske prestasjon og posisjon. Vi har derfor valgt å bruke femfaktormodellen for å få en dypere innsikt i disse faktorene. Et firmas strategiske posisjon knytter seg til dens evne til å skape verdier for kundene samtidig som de prøver å holde kostnadene nede.



Figur 4.5 – Porters five forces (Kumar, 2019)

Michael Porter utviklet modellen «Porters fem krefter» for å hjelpe ledere med å forstå profittpotensialet i forskjellige bransjer og hvordan de kan posisjonere seg i markedet for å oppnå og opprettholde konkurransefortrinn. Med denne modellen beveger vi oss et skritt nærmere Kolonial, og kommer til bransjen de konkurrerer i. En bransje er en gruppe selskaper som står ovenfor de samme type leverandører og kjøpere. Bedrifter som konkurrerer i samme bransje, har en tendens til å tilby lignende produkter eller tjenester for å imøtekomme spesifikke kundebehov. (Keller, 2013, s. 73). I femfaktormodellen er konkurranse mer bredt definert enn firmaets nærmeste konkurrenter. Det inkluderer også kundene, leverandører, potensielle nyetableringer og trusler fra substitutter. Styrken til hver

av disse varierer mellom ulike bransjer. Kolonial kan derfor ikke bare være opptatt av konkurransen blant sine direkte konkurrenter, men også styrken til de andre konkurransekraftene som forsøker å hente ut deler av eller hele den økonomiske verdien de skaper. Lønnsomheten i bransjen endres over tid dersom konkurransekraftene endres. Når man ser på konkurranse i denne bredere forstanden, blir strategi viktig for å forklare hvordan et firma kan være mer lønnsomme enn sine konkurrenter. (Keller, 2013, s. 74)

Fordi Porters femfaktormodell har en dyp innsikt for strategi og konkurransefortrinn, vil vi utforske den i detalj der vi starter med konseptet om konkurranse. Den første store innsikten denne modellen gir er at konkurranse innebærer mer enn bare å skape økonomisk verdi; bedrifter må også fange opp en betydelig andel av den, ellers vil den økonomiske verdien de skaper gå tapt til leverandører, kunder eller konkurrenter. Konkurransefortrinnet går til firmaet som er i stand til å skape et stort gap mellom verdien firmaets produkt eller tjeneste genererer og kostnadene som kreves for å produsere det. Jo sterkere de fem kreftene er, jo lavere er industriens gevinstpotensial - noe som gjør industrien mindre attraktiv for konkurrenter. Målet med å lage en strategisk posisjon er å forbedre firmaets evne til å oppnå et konkurransefortrinn. (Keller, 2013, s. 74)

Vi vil nå gå igjennom de fem konkurransekraftene for dagligvarebransjen, og sammen med PESTEL-analysen vil det gi oss et helhetsbilde av lønnsomhetsnivået i bransjen.

4.2.1 Intern rivalisering

Intern rivalisering beskriver hvor intens konkurransen er mellom eksisterende aktører i markedet. De fire andre styrkene; kundene, leverandører, potensielle nyetableringer og trusler fra substitutter utøver alle press på denne rivaliseringen, som indikert av pilene som peker mot sentrum i figur 4.5. Jo sterkere krefter, desto sterkere er forventet konkurranseintensitet, som igjen begrenser bransjens gevinstpotensial. (Keller, 2013, s. 81)

Når det gjelder konkurrenter til Kolonial som er nettbasert, så leverer både Meny og Spar dagligvarer på døra. Matkasseleverandøren Adams Matkasse kjøpte opp Godtlevert i juni 2017 og er sammen med Kolonial de største aktørene i dette markedssegmentet (Pettersen & Yildirim, 2018). Adams matkasse er mer rettet mot å levere råvarer man trenger for å

tilberede en bestemt matrett slik at det blir mer lettvin å lage en middag. Kolonial derimot er Norges største matbutikk på nett og er rettet mot å levere dagligvarer på døren, som man ellers finner i butikken. Vi mener derfor at det er mest hensiktsmessig å ta utgangspunkt i konkurrentene fra dagligvaremarkedet.

Strukturen i det norske dagligvaremarkedet har over tid endret seg betydelig. Få aktører på detaljistleddet i dagligvaremarkedet er ikke et særnorsk fenomen, men i Norge er det færre aktører enn i mange andre land. I andre nordiske land er det relativt mange aktører som har små markedsandeler. Dagens struktur preges av at tre vertikalt integrerte dagligvarekjeder, Rema, NorgesGruppen og Coop står for 96 % av omsetningen i detaljistleddet og omtrent 100 % av omsetningen i grossistleddet. (Oslo economics, 2017, s. 25).

Konkurransesituasjonen har gått i motsatt retning i Norge enn de andre landene, der de utenlandske aktørene ikke overlever. Konkurransenintensiteten påvirkes i stor grad av antall aktører og hvordan markedsandelen fordeler seg. I et marked med flere aktører vil det i teorien være høyere konkurranseintensitet enn et marked med få aktører.

Norge		Sverige		Danmark		Finland	
Norgesgruppen	42,3 %	ICA	50,8 %	Coop	37,3 %	S-ryhmä	47,2 %
Coop	29,4 %	Coop	19,0 %	Dansk supermarked	32,7 %	K-ryhmä	36,2 %
Rema 100	24,4 %	Axefood	16,4 %	Dagrota	12,9 %	Lidl	9,3 %
Bunnpris	3,9 %	Bergendahls	7,7 %	Reitan	11,2 %	Tokmanni-konserni	1,7 %
		Lidl	3,9 %	Aldi	3,1 %	Svomen	1,5 %
		Netto	2,2 %	Lidl	2,7 %	Läjkavppa	1,0 %
						Stackmann	0,6 %
						M-ketju	0,6 %
						Minimani	0,6 %
HHI	3264	HHI	3290	HHI	2772	HHI	3774

Tabell 4.2 – Markedsandeler for butikker i Norden, (Oslo economics, 2017, s. 38)

Herfindahl-Hirschman-indeksen (HHI) er et vanlig mål på markedskonsentrasjonen, og defineres som summen av kvadratet til aktørens markedsandeler. Ved en HHI indeks større enn 2500 anses et marked å ha høy konsentrasjon, der Norge ligger på 3264 på denne indeksen. Det betyr at et få antall aktører har en stor markedsandel, og det taler for at

markedet er veldig konsentrert. Det er vanskelig å si hvorvidt denne indeksen er et godt mål på konkurransesituasjonen. (Oslo economics, 2017, s. 39). Selv om det i teorien vil være høyere konkurranseintensitet i et marked med flere aktører enn et marked med få aktører, mener vi at konkurranseintensiteten internt er høyt. Slik vi kommer inn på i kapittel 4.2.3, vil større markedsandeler gi bedre innkjøpsbetingelser, og det gir derfor økte insentiver til å kapre markedsandeler.

I markeder med få aktører, slik som det norske markedet, kan det derimot også lettere oppstå koordinering. Dette skjer når hver aktør innser at å redusere priser umiddelbart fører til at konkurrentene gjør det samme, slik at det ikke blir noe gevinst, og kanskje også ulønnsomt. (Oslo economics, 2017, s. 39). Pris er et viktig konkurranseverktøy og lavere pris gir en større andel av verdien til kundene. Dette har vi sett flere ganger når aktørene går inn i en priskrig.

Strukturen i det norske dagligvaremarkedet er i stadig utvikling og det er ikke sikkert at de mest sentrale konkurrentene er de samme om noen år. Fra PESTEL-analysen vet vi at teknologien spiller en viktig rolle i fremtiden, og sammen med lovendringer når det gjelder prisdiskrimineringen, vil konkurransearenaen kunne endre seg i fremtiden. Hvis for eksempel ingenting skjer med prisdiskrimineringen nå fremover, kan Coop og Rema se seg nødt til å slå seg sammen for å kunne konkurrere med NorgesGruppen. Det er derimot ikke usannsynlig at konkurransetilsynet ville stoppet det.

De mindre aktørene i Norge kan ikke drive uten å inngå samarbeid med en av de store kjedene. Egenskapene ved det norske markedet som lange avstander og få innbyggere har gjort at distribusjonskostnadene i Norge er høye i forhold til mange andre land. Dagligvarekjedene har derfor tatt over distribusjonsfunksjonen fra leverandørene over tid. Dette har vist seg å være kostnadseffektivt ved at man samler flere varer i én og samme distribusjonskanal. (Oslo economics, 2017, s. 27). Det tar lang tid og krever mye investering for å bygge opp en slik distribusjonskanal, og derfor benytter Bunnpris seg av NorgeGruppens distribusjon. Kolonial jobber sammen med Rema og benytter seg av deres distribusjonskanal til varelageret.

For at disse små aktøren skal vokse, må de vinne markedsandeler fra de andre kjedene ved å kapre flere kunder. For at de skal kunne trekke til seg en større markedsandel, må de for eksempel differensiere seg på pris, produkt eller fokusere på ulike kundesegmenter. Kolonial

har klart å senke prisene sine litt ved at de i stedet har et kjempestort lager utenfor byen, i tillegg til at de har et innkjøpssamarbeid med Rema 1000. Allikevel klarer de ikke å konkurrere helt på pris enda, og det gjenstår å se hva som skjer med lovendringene om prisdiskrimineringen. De har i veldig stor grad klart å differensiere seg på produkt, i og med at de har blitt veldig effektive til å levere dagligvarer rett hjem. De har muligheten til å oppbevare og pakke frukt og grønnsaker under perfekte forhold. De har en ekstremt høy rullering slik at det bare ligger noen få timer før det sendes til kunden, noe som resulterer i en fantastisk ferskhet. De er dermed den butikken i Norge som selger mest frukt og grønt og har i tillegg deres eget bakeri slik at alle leveranser får nybakt brød rett fra steinovn. Hvert brød bakes på bestilling og kommer nystekt rett før levering. (Kolonial.no C, u.å.). De har lyktes å differensiere seg i veldig stor grad, og satsingen på teknologien, effektiv levering og ferske varer som man ikke får andre steder kan bidra til å øke kundemassen og lønnsomheten. De har i tillegg inngått et samarbeid med Norges Blindforbund, og har dermed klart å kapre dette segmentet ganske godt. Videre fremover er det viktig å fokusere på andre segmenter slik at de klarer å utvide kundemassen ytterligere.

4.2.2 Kundenenes forhandlingsmakt

Kundenenes forhandlingsmakt omfatter i hvilken grad kundene innenfor en industri kan legge press på produsentenes margin. Dette gjøres gjennom å kreve lavere priser eller høyere kvalitet. Lavere priser kan føre til nedsatt inntekt, og høyere kvalitet til økte kostnader. Større forhandlingsmakt hos kundene kan dermed oppstå som en trussel for profittpotensialet til industrien. Det er flere forhold som kan øke forhandlingsmakten til kundene (Keller, 2013, s. 72).

- Det finnes få kjøpere som handler kvantum som er store relativt til leverandøren.
- Produktene i industrien er standardiserte/udifferensierte.
- Kjøperne har lave eller ingen byttekostnader.
- Kjøperne har en troverdig trussel om å integrere baklengs inn i industrien.
- Kjøperne er prissensitive.

Som nevnt i kapittel 4.2.1, står de tre største kjedene for 96 % av omsetningen i detaljistledet. Dette taler for at dagligvaremarkedet er preget av få og store aktører.

Kjøpegruppen består hovedsakelig av individer og husholdninger med relativt få kjeder å velge mellom. Isolert sett antyder dette lav forhandlingsmakt hos kundene.

Grunnet få leverandører innenfor de fleste varegrupper, har Norge et begrenset vareutvalg (Oslo Economics, 2017, s. 13). Dette taler generelt for udifferensierte produkter, og kan øke forhandlingsmakten til kundene. Som diskutert tidligere, kan økningen blant egne merkevarer dempe effekten av dette, da disse produktene kun er tilgjengelige hos den gitte kjeden.

Vi snakket om den høye butikk tettheten i kapittel 2.1.2 som et særnorsk fenomen. Dette medfører liten reisetid mellom detaljistene, og gir kundene større frihet til å velge kjede. I Dagligvareundersøkelsen utført av Forbrukerrådet (2013), kommer det frem at prisen er det viktigste aspektet ved en matvare for kunden (Forbrukerrådet, 2013). Dette antyder at kundene er prissensitive. Respondentene i undersøkelsen svarte også at de gjennomsnittlig har 4 butikkjeder innenfor sin naturlige handleavstand. Tilgjengeligheten på kjeder i sammenheng med prissensitivitet taler for at kundene innehar lave byttekostnader. Dette bidrar til økt forhandlingsmakt, da kjedene blir mer avhengig av å konkurrere på pris. Tjenesten «Dagligvarebørsen» bidrar til at det er enkelt og oversiktlig for kundene å undersøke hvilken kjede som har de laveste prisene. Det kom også frem at kundene er relativt opptatte av kvaliteten på produktene, hvor 45 % sa seg uenig i at pris er viktigere enn kvalitet. Denne faktoren blir mindre vesentlig med generelt udifferensierte produkter.

4.2.3 Leverandørens forhandlingsmakt

I likhet med kundenes forhandlingsmakt, omfatter leverandørens forhandlingsmakt i hvilken grad leverandørene innenfor en industri kan legge press på produsentenes margin.

Varekostnaden er den klart dominerende kostnadsposten i dagligvarehandelen, og er dermed avgjørende for lønnsomheten.

Leverandørene er en viktig del av verdikjeden. De forsyner dagligvarekjedene med produktene, som kjedene selger videre til forbrukerne. Konsentrasjonen på leverandørleddet er generelt høyt, med noen variasjoner mellom ulike produktgrupper. Få aktører på leverandørsiden fører til at konkurransen på leverandørleddet er svak og gjør at de dermed kan ta en større del av profitten. (Oslo economics, 2017, s. 13). Leverandørene i dagligvaremarkedet er satt sammen av både norske og utenlandske, men leverandørene av en

rekke viktige dagligvarer møter svak konkurranse fra utenlandske. Selv om konsentrasjonen er begrenset på et lite antall varegrupper, utgjør disse varene en stor og sentral del av forbrukernes handlekurv. (Oslo economics, 2017, s. 40).

En av grunnene til at leverandørleddet er såpass konsentrert, er landbrukspolitikken der importvern og markedsregulering skjermer norsk jordbruksproduksjon og deler av norsk næringsmiddelproduksjon. Importvernet og reguleringene i landbruket skal beskytte norsk landbruk fra utenlandsk konkurranse og sikre matproduksjonen over hele landet, og konsentrasjonen er dermed til en viss grad ønsket. (Oslo economics, 2017, s. 14)

Landbrukspolitikken bidrar altså indirekte til høy konsentrasjon på leverandørleddet i Norge, samtidig som den innenfor flere viktige varegrupper hindrer bruk av utenlandske leverandører. Dette er med på å gi norske leverandører sterkere forhandlingsmakt.

Jordbruksrelaterte matvarer leveres dermed av norske leverandører eller norskregistrerte datterselskaper av utenlandske selskap. Markeder som er omfattet av importvern skiller seg ut med en spesiell høy konsentrasjon, men det finnes også unntak. Matvarer som ikke er jordbruksrelaterte, og dermed ikke tollbelastet, leveres like gjerne av utenlandske som norske produsenter. Innen produktkategorier som frukt og grønt, meieri og kjøtt er konsentrasjonen veldig høy i leverandørleddet. Dette fant matkjedeutvalget også, der de blant annet også fant ut at markedsandelene til de tre største leverandørene som regel er over 80 % og at en samlet markedsandel for de tre største leverandørene under 70 % er unntaket. (Oslo economics, 2017, s. 26)

Ved at importvernet og de andre landbruksreguleringene er med på å øke konsentrasjonen, vil dagligvarekjedene ikke ha muligheter til å gå til en annen leverandør hvis de skulle forlange for høye priser. Det begrenser dagligvarekjedenes mulighet til å presse leverandørene til å gi mer fordelaktige innkjøpsbetingelser. Forhandlingsmakten er derfor veldig liten siden de ikke har noe annet valg enn å akseptere den gitte prisen. Leverandørene har særlig sterk forhandlingsmakt ovenfor små aktører. Store dagligvareaktører får betydelig bedre betingelser i forhandlinger med leverandører enn små aktører, og det betyr at leverandørene har større forhandlingsmakt ovenfor Kolonial. (Wifstad et al., 2018, s.11). Forhandlinger spiller dermed en stor rolle når innkjøpsprisene blir bestemt, og høyt volum gir normalt økt forhandlingsmakt på grunn av volumgevinster. Dagligvareaktørene har derfor sterkt insentiv til å kapre volum fra sine konkurrenter, siden det i neste omgang gir bedre innkjøpsbetingelser. (Oslo economics, 2017, s. 14)

Leverandørens forhandlingsmakt har dermed stor innvirkning på lønnsomheten til dagligvaremarkedet. For å senke deres forhandlingsmakt, og dermed øke lønnsomheten i bransjen, kan tiltak som øker konkurransen være egnet. Slik vi nevnte tidligere så er konsentrasjonen til en viss grad ønsket fordi man vil beskytte norsk landbruk fra utenlandsk konkurranse. Tiltak som bygger ned importvernet og landbruksnæringen vil dermed føre til store omveltninger i landbruksnæringen og norsk næringsmiddelproduksjon (Oslo economics, 2017, s. 14). Det er derimot ikke noe tvil om at dersom utenlandske leverandører i større grad fikk innpass i det norske dagligvaremarkedet, ville det gi større muligheter for aktørene å bytte leverandører dersom de skulle forlange for høye priser. Dette ville senket forhandlingsmakten til leverandørene og samtidig økt lønnsomheten i bransjen og spesielt for Kolonial og andre små aktører. En annen ting som også ville senket forhandlingsmakten til leverandørene er å investere i egne merkevarer. De vil dermed integrere bakover i verdikjeden og vil kunne benytte sin egne alternative forsyningskilde for innsatsvarer. Denne muligheten vil være viktig for forhandlingene om innkjøpspriser, siden dagligvarekjedene i større grad kan presse ned prisene når de har et annet alternativ. En som har større muligheter enn sine konkurrenter til å integrere bakover vil alt annet likt ha større forhandlingsstyrke og dermed oppnå bedre betingelser fra leverandøren. Å integrere bakover krever store investeringer og store aktører vil ha en fordel ved at de kan fordele de faste kostnadene utover et større salgsvolum. (Wifstad et al., 2018, s. 28). Problemet oppstår når store leverandører med sterke merkevarer opplever at kjeden tar inn, eller vurderer å ta inn produkter fra mindre leverandører. Da kan de benytte seg av en rekke virkemidler. De kan blant annet tilby varelinjerabatt som forutsetter en bestemt plassering av produktene i butikken, og på den måten prøver de å utkonkurrere utsidealternativene. (Konkurransetilsynet, 2005, s. 58). Totalt sett er leverandørens forhandlingsmakt i bransjen veldig høy, og dette øker konkurranseintensiteten og senker lønnsomheten. Slik vi snakket om i kapittel 4.1.1 har det blitt presentert en ny lov som kanskje trer i kraft i nærmeste fremtid. Denne loven skal bidra til mer effektive forhandlinger og kontrakter mellom leverandører og detaljister, og dermed vil konfliktnivået i bransjen reduseres. Med lovendring og andre tiltak så skal man ikke se bort ifra at dette endres i stor grad.

4.2.4 Trusler fra nyetableringer

Trusler fra nyetableringer omfatter risikoen for at potensielle konkurrenter går inn i markedet. Nyetableringer kan særlig dempe profitten i industrien på to måter. Dersom trusselen fra nyetableringer er høy, kan eksisterende bedrifter være nødt til å redusere priser. Dette er for at det skal fremstå mindre attraktivt for eventuelle nye konkurrenter å etablere seg i markedet. Denne faktoren er sterkest i industrien med lav eller ingen vekst i etterspørsel. Det kan også føre til at eksisterende bedrifter blir nødt til å investere større summer for å tilfredsstille eksisterende kunder. Investeringer i videre verdiskapning vil redusere profitten dersom det ikke er gjennomførbart å øke prisene tilsvarende (Keller, 2013, s. 67-68). Generelt sett, fører nyetableringer til økt konkurranse i markedet. For å vurdere trusselen for nyetableringer i det norske dagligvaremarkedet, er det svært relevant å undersøke i hvilken grad etableringshindringer er til stede.

I dagens marked står dagligvarekjedene selv for distribusjonen av varene fra leverandøren, med unntak av Tine og Ringnes (Oslo Economics, 2017, s. 25). De tre største aktørene, Coop, Rema, og NorgesGruppen, er fullintegreerte med egen grossistvirksomhet. For enkelte varer strekker det seg også helt fra produsent til butikk (Oslo Economics, 2017, s. 33 & 43). Som en effekt av dette vil nye aktører i markedet oppdage en mangel på uavhengige fullsortimentsgrossister (Konkurransetilsynet, 2009).

Å drive med egen distribusjon kan være svært kostbart, særlig i Norge med lav befolkningstetthet over et langstrakt land (Oslo Economics, 2017, s. 43). Dette innebærer høye transportkostnader, og transportlogistikken blir en kritisk faktor for distribusjonskostnaden per vare. Større volum vil dempe denne fordi de faste kostnadene fordeler seg på flere varer per sending. Videre er marginene i dagligvarehandelen også lavere, og volumet og omløpshastigheten høyere sammenlignet med gjennomsnittet for resten av detaljhandelen. I perioden 2007-2016 var den gjennomsnittlige driftsmarginen til dagligvarebutikker 1,9 % mens resten av detaljhandelen lå på 3,2 % (Wifstad et al., 2018, s. 35). Sett i sammenheng med den generelle strukturen i dagligvarehandel, blir salgsvolumet til aktørene essensielt for dekning av faste kostnader.

Slik som vi snakket om i kapittel 4.2.3 vil en typisk nyetablert kjede være relativt liten sammenlignet med eksisterende konkurrenter som gir de liten forhandlingsmakt ovenfor leverandørene. Som følge av den konsentrerte leverandørsiden i Norge, blir aktørene svært

avhengig av volum knyttet til oppnåelige innkjøpsbetingelser. Slik som vi diskuterte tidligere spiller også aktørenes utsidealternativer en stor rolle i forhandlingene. Nyetableringer har gjerne færre ressurser tilgjengelig for egenproduksjon sammenlignet med etablerte aktører, som er ufordelaktig i forhandlingene. Leverandørene har også insentiver til å gi større aktører bedre betingelser, da det vil være mer kostbart å miste dem som kunder. Det at mindre aktører stiller mye svakere i forhandlingene skaper en stor etableringshindring for nye kjeder som prøver å etablere seg. Grunnen til dette er fordi små aktører ikke presenterer en like stor trussel som de store kjedene som NorgesGruppen, Rema og Coop.

Importvernet utgjør også et stort etableringshinder. Som en direkte faktor, gjelder dette særlig for utenlandske aktører som vil etablere seg, og norske aktører som vil benytte seg av utenlandske varer. Utenlandske aktører som vanligvis ville ha dratt nytte av sine eksisterende stordriftsfordeler, kan finne det svært utfordrende å konkurrere på pris når de vil introdusere sitt vareutvalg i Norge. Dette er en følge av tollsatsene importvernet medfører. Slik vi snakket om i kapittel 4.2.3 vil importvernet indirekte bidra til den store konsentrasjonen vi ser på leverandørsiden (Oslo Economics, 2017, s. 5), som også bidrar til flere av etableringshindringene vi nevner i dette kapitlet.

Et annet hinder for nyetableringer i markedet er at tilbudet for attraktive butikklokaler i de store byene ikke møter etterspørselen. Den høye butikk tettheten vi har diskutert tidligere, medfører lavere omsetning per butikk (Oslo Economics, 2017, s. 14). NorgesGruppen, Rema, og Coop har integrert eiendomsvirksomhet i kjedene, for å sikre seg eiendommer med god beliggenhet for fremtidig utbygging (Oslo Economics, 2017, s. 33). Dette kan føre til at nyetablerere vil finne det utfordrende å finne attraktive lokaler til sin virksomhet, og må eventuelt nøye seg med mer utenforliggende lokaler hvor det blir vanskelig å oppnå tilstrekkelige salgsvolum uten noen annen form for konkurransefortrinn. Etablerte aktører har også en fordel dersom nye attraktive lokaler blir tilgjengelige, da de gjerne har relasjoner til store utbyggere og gårdeiere og kan bli kontaktet tidlig i forbindelse med nye utbyggingsprosjekter (Oslo Economics, 2017, s. 42). En annen faktor er deres bruttomargin. NorgesGruppen bestemmer sentralt hva innkjøpsbetingelsene til Kiwi skal være basert på innkjøpsbetingelsene de får som helhet fra leverandørene. Når denne bruttomarginen er høy, slik som i Kiwi sitt tilfelle, vil man få en etablering fram til den siste butikken går akkurat i 0. Den bruttomarginen man har, bestemmer hvor mye volum man trenger for å gå i pluss. Jo større den bruttomarginen er, jo mindre volum trenger butikken. En remabutikk som har mye

mindre bruttomargin må for eksempel ha mye mer omsetning for å klare seg. NorgesGruppen kan altså etablere en butikk der rema og coop ikke kan, og det har de gjort. Større aktører vil altså ha høyere betalingsvillighet, da de lettere kan oppnå lønnsomhet med sine stordriftsfordeler.

Samlet sett så virker det som at faktorer som vertikal integrasjon, volumavhengige forhandlinger om innkjøpsbetingelser, og lave driftsmarginer taler for tilværelsen av stordriftsfordeler. Sammen med direkte effekter fra importvernet og mangelen på butikklokaler fører disse faktorene til store etableringshindringer i det norske dagligvaremarkedet.

4.2.5 Trusler fra substitutter

Trusler fra substitutter omfatter hvorvidt et produkt eller en tjeneste kan tilgjengeliggjøres utenfor en gitt industri, slik at behovet til kundene møtes (Keller, 2013, s. 74). Vi anser ikke dette som en vesentlig trussel innenfor dagligvarebransjen, da det mangler substitutter til mat- og drikkevarer. Det kan argumenteres for at nettbasert dagligvarehandel fungerer som et substitutt for fysiske butikker. Videre kan konsumenter spare penger på å utføre dagligvarehandel over grensa til Sverige. Dette vil avhenge av den geografiske plasseringen til konsumentene, da kort reiseavstand er en avgjørende faktor for kostnadsbesparelsen.

4.2.6 Oppsummering

Konkurransenintensiteten påvirkes i stor grad av antall aktører og hvordan markedsandelen fordeles seg. Strukturen i det norske markedet preges av at tre vertikalt integrerte dagligvarekjeder står for 96 % av omsetningen i detaljistleddet. Konkurransenintensiteten vil i teorien være lavere i et marked med få aktører enn et marked med mange aktører. Allikevel er det noen faktorer som gir dagligvaremarkedene et insentiv til å konkurrere.

Dagligvareaktørene har blant annet sterkt insentiv til å kapre volum fra sine konkurrenter, siden det i neste omgang gir bedre innkjøpsbetingelser. (Oslo economics, 2017, s. 14). Dette gjør at konkurransenintensiteten øker og det presser dagligvarekjedenes marginer og kostnader. Etter vår vurdering er leverandørens forhandlingsmakt den konkurransenkraften som i størst grad bidrar til å presse ned lønnsomheten i dagligvaremarkedet. Konfliktnivået i

bransjen kan reduseres i fremtiden når den nye loven om god handelsskikk i dagligvarekjeden trer i kraft, men det er fortsatt usikkert hvordan det vil påvirke markedet.

Konkurransenintensiteten vil trolig ikke øke som følge av nye etableringer. Som beskrevet tidligere er det mange etableringshindringer, og det gjør det vanskelig for nye aktører å etablere seg. Rask vekst er nødvendig for å tre inn i det modne dagligvaremarkedet på grunn av stordriftsfordelene, og krever større investeringer sammenlignet med andre markeder der man kan oppnå lønnsomhet selv med beskjedne markedsandeler.

Til tross for at kundemassen er stor innen dagligvare, har den enkelte forbrukeren liten innflytelse ovenfor dagligvarekjedene. Man står fritt til å velge hvilken kjede man vil handle på, men man har for eksempel ikke mulighet til å integrere baklengs.

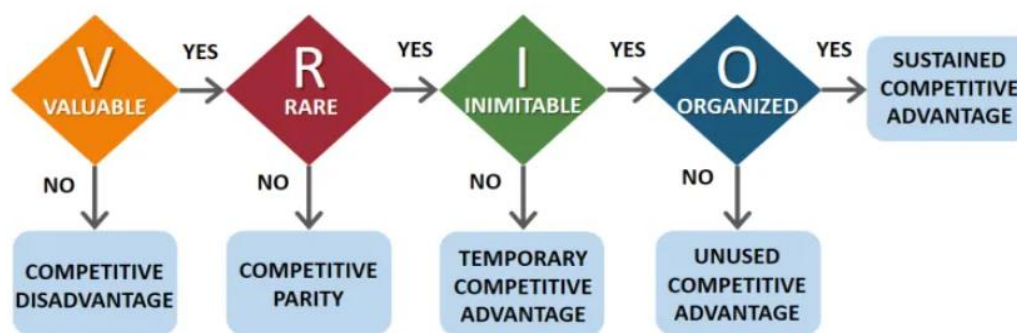
Forhandlingsmakten til kundene anses derfor å være moderate. Prissensitiviteten til kundene og deres lave byttekostnader relatert til den geografiske tilgjengeligheten av kjedene, kan føre til at kundene kan enkelt bytte mellom kjedene dersom de ikke er tilfredsstillt.

Som nevnt i kapittel 4.2.5 anser vi trusler fra substitutter som lite relevant, med unntak av grensehandel som en liten faktor.

4.3 Intern analyse - VRIO

Hensikten med den interne analysedelen er å finne ut av hvilke ressurser Kolonial har som kan være en kilde til varig konkurransefortrinn. Vi skal ta i bruk rammeverket "VRIO" som skal hjelpe oss med å identifisere ressurser innad i bedriften som kan være avgjørende for at firmaet kan yte bedre enn konkurrentene og dermed oppnår bedre lønnsomhet. Sammen med den eksterne analysen, vil dette gi oss et helhetlig bilde over de strategiske faktorene som påvirker Kolonial sin fremtidige verdiskapning og det gir oss en indikasjon på om det foreligger fordeler eller ulemper i selskapet.

I analysen nedenfor skal vi bruke VRIO-rammeverket for å identifiserer interne ressurser og hvordan utnyttelsen av disse kan være nøkkelen til et varig konkurransefortrinn for Kolonial. Ifølge VRIO-rammeverket, kan et firma opprettholde et konkurransefortrinn bare når de har ressurser som tilfredsstillt alle VRIO-kriteriene. For at en ressurs skal være grunnlaget for et konkurransefortrinn, må den oppfylle fire kriterier:



Figur 4.6 – VRIO-rammeverket, kilde (Business-to-you, 2016)

1. Verdifull - En verdifull ressurs er en som gjør at virksomheten kan utnytte en ekstern mulighet eller agere mot en ekstern trussel. Dette har en positiv effekt på et firmas konkurransefortrinn. Spesielt gir en verdifull ressurs et firma muligheten til å øke sin økonomiske verdiskaping. (Keller, 2013, s. 114)

2. Sjelden - En ressurs er sjelden hvis bare ett eller få firmaer besitter den. Hvis ressursen er vanlig, vil det resultere i perfekt konkurranse der ingen firma er i stand til å opprettholde et konkurransefortrinn. Et firma er på vei mot konkurransefortrinn bare hvis det har en verdifull ressurs som også er sjelden. (Keller, 2013, s. 114)

3. Ikke imiterbar - En ressurs kan ikke etterlignes hvis firmaer som ikke har ressursen ikke er i stand til å utvikle eller kjøpe ressursen til en fornuftig pris. Hvis ressursen er verdifull, sjelden og kostbar å etterligne, er det en intern styrke og en kjernekompetanse. (Keller, 2013, s. 114)

4. Organisering - De endelige kriteriene for hvorvidt en sjelden, verdifull og ikke imiterbar ressurs kan danne grunnlaget for et varig konkurransefortrinn, avhenger av firmaets interne struktur. Et firma må være organisert for å fange verdien og realisere potensialet. (Keller, 2013, s. 116)

Slik vi fant ut av i den eksterne analysen, skiller Kolonial seg fra sine konkurrenter ved deres teknologi, lokalisering, størrelse og ved at de er nettbasert. Dette er de faktorene vi vil se nærmere på, og analysere om disse ressursene kan føre til et varig konkurransefortrinn.

4.3.1 Teknologi

Verdifull – Slik vi snakket om i kapittel 4.1.4 om teknologiske forhold, bestemte Kolonial seg for å egenutvikle logistikk-løsninger for varemottak, plukk og inventarstyring. Gjennom økt automatisering og nye tekniske løsninger, styrker Kolonial selskapets konkurranseevne. Teknologien er med på å øke kapasiteten og fleksibiliteten deres. Ved å satse på teknologien, vil de også bygge det aller mest kundevennlige og effektive distribusjonsnettverk for varer. (Kolonial.no A, 2020)

Sjelden – Dette systemet er skreddersydd for digital dagligvarehandel og er noe helt unikt i verdensammenheng. Ifølge Kolonial selv, er dette verdens mest pålitelige og effektive dagligvareplukk. Dette indikerer at teknologien de har utviklet innenfor logistikk-løsning er sjelden innenfor dagligvare. (Kolonial.no A, 2020)

Ikke imiterbar – Kapitalutgiftene og investeringene knyttet til konstruksjon og organisering av systemet er uvisst. Selskapet ble stiftet av ti gründere i 2014, der syv av de hadde teknologibakgrunn. (Kolonial.no, 2017). Det kan derfor være mulig å tro at det ikke er like lett for andre å utvikle systemet, men det er imidlertid ikke umulig for store konkurrenter med sterke økonomiske ressurser å etterligne et lignende anlegg. Det vil likevel kreve omfattende økonomiske investeringer, tidkrevende prosesser og organisering som skaper en ulempe for konkurrerende selskaper.

Organisering - For å realisere potensialet til teknologien for å skape konkurransefortrinn, må Kolonial være organisert for å utnytte kapasiteten fullt ut. Selv om det fremdeles var et gap mellom volum og deres maksimale kapasitet, beveget Kolonial seg gradvis i riktig retning for å utnytte ressursen på lang sikt. Kolonial var derimot ikke klar for den store pågangen som følge av Covid-19, og måtte åpne en helt ny nettbutikk med navnet «Ferdigpakket.kolonial.no, som skulle levere matvarer så raskt som mulig mens den opprinnelige nettbutikken var under stort press. Den nye nettbutikken solgte ferdigpakkede kasser med matvarer til frokost, lunsj, middag og drikke for fem dager til to personer. (Haugen (A), 2020). Kolonial har jobbet med å både øke kapasiteten og bli mer effektive, og av den grunn også forbedret selve organiseringen. De begynner med utkjøring allerede klokken 04:00 og opplyser om at de er i stand til å levere til rundt 60 % av Norges befolkning. (Kolonial.no D, 2020)

4.3.2 Nettbasert

Verdifullt- Som en nettbasert fullsortimentsaktør er Kolonial i stand til å erstatte tradisjonelle butikkturet for en rekke konsumenter. Ved å benytte hjemlevering, tilbys en beleilig og tidsbesparende opplevelse for kundene. I 2018 kartla Menon Economics tiden den gjennomsnittlige husholdningen bruker på handel av dagligvarer, på oppdrag for Kolonial. Resultatene viser til en anslått tidsbesparelse på 61 timer, basert på spørreundersøkelsen (Guldbrandsen et al., 2018, s. 18). Hjemleveringene bidrar også til at mennesker med fysiske begrensninger, som vanligvis trenger hjelp knyttet til innkjøp, kan utføre dette på egenhånd. Som et eksempel på dette, har Kolonial inngått samarbeid med Blindeforbundet. I forbindelse med dette har de også tilpasset sin app for blinde og svaksynte, slik at de får handlet uavhengig av hjelp fra andre (Kolonial.no A, 2017). Som vi snakket om i PESTEL-analysen, legger nettbasert handel til rette for å minimere matsvinn. Dette viste seg å ligge på nærmere en tredjedel av gjennomsnittet fra hele dagligvarehandelen. I motsetning til tradisjonelle butikker, trenger de ikke mange varer i butikkhyllene til enhver tid, og de benytter seg av sin innkjøpsteknologi for å kjøpe akkurat det de trenger å levere ut hver dag. De har også et eget bakeri som kun baker på bestilling, slik at matsvinnet i denne avdelingen er tilnærmet null (Kolonial.no E, u.å), mens nivået var 8,8 % for hele dagligvarehandelen. Som vi nevnte i kapittel 4.1.5, antas det at netthandel fører til større og mer planlagte innkjøp. Færre turer til butikken per uke vil kunne ha en kostnadsbesparende effekt for kundene. Med større grad av planlegging tilknyttet innkjøp, kan det unngås flere impuls kjøp av varer som oppleves som fristende for kundene på tidspunktet de befinner seg i butikken.

Sjelden- Som vi har nevnt tidligere, holder noen av de andre nettbaserte aktørene på med matkasser og er dermed ikke fullsortimentsaktører. Den eneste konkurransen med lignende konsept er Spar og Meny, som begge er en del av NorgesGruppen, og Coop sin netthandel. Dersom konseptet til Kolonial blir en suksess, vil de store kjedene ganske enkelt kunne imitere dette. Med deres volum og kapitalstyrke vil de utgjøre en stor trussel. Sett i sammenheng med antall eksisterende aktører i dagligvaremarkedet, har vi ikke grunnlag for å kalle konseptet for sjeldent.

Ikke-imiterbar- Nettbasert dagligvarehandel krever en kostnadseffektiv infrastruktur og mye logistikk. Som vi nevnte i kapittel 4.2.4, er marginene i dagligvaremarkedet svært lave, slik at en avhenger av effektive transportløsninger. Om vi ser for oss en nyetablert aktør eller en eksisterende som utvider til netthandel, er det rimelig å anta at etterspørselen vil starte relativt

lavt. Dette vil gjøre det vanskeligere å utføre planlagte og kostnadseffektive leveringsruter, da kundene gjerne vil være mer geografisk og tidsmessig spredt. Samtidig ønsker aktøren å kunne tilby fleksible løsninger for å vinne kundemasser for fremtidig vekst. Vi vil derfor anse dette som en relativt kostbar investering, da det er krevende å oppnå overskudd. Desto flere aktører som driver med netthandel, desto vanskeligere blir det å oppnå effektivitet i leveranser og lagerstyring. Sett i sammenheng med eksisterende etableringshindringer, er det særdeles kostbart for nye aktører. Eksisterende aktører som Spar og Meny har derimot allerede implementert netthandel i sin drift. Vi anser derfor konseptet for å være imiterbart. Kolonial kan derimot ha store fordeler tilknyttet deres forsprang ved å være først med dette konseptet. Norstat gjennomførte en undersøkelse for StrongPoint tilknyttet nordmenns forhold til nettbasert dagligvare. Et av hovedfunnene antyder en høy kundelojalitet hos nettbaserte aktører, og understreker viktigheten ved å være tidlig ute med dagligvarer på nett. Fire av fem dagligvarekunder på nett sier at det er usannsynlig at de vil bytte nettbutikk, og det er positivt for Kolonial som har den største kundegruppen blant aktørene på nett. (StrongPoint, 2020)

Organisering- Kolonial som en rendyrket nettaktør har følgelig organisert hele virksomheten rundt dette. Sammenlignet med eksisterende aktører som har utvidet til nettbasert i senere tid, vil Kolonial kunne ha en fordel tilknyttet organisering. Virksomheten er altså skreddersydd rundt hjemlevering av matvarer, slik at ressursene er tilpasset effektivisering av dette. Konkurrenter som Spar og Meny vil antakeligvis basere seg nærmere på eksisterende fysiske butikker, og ha større vanskeligheter tilknyttet effektivisering av leveringsruter. En fordel for de eksisterende aktørene er derimot at de kan bruke butikknettverket som strekker seg over hele landet som logistikksentre. (Tveraabak, 2020) . Slik vi snakket om i kapittel så leverer Meny i dag til Oslo, Trondheim, Akershus, Vestfold, Telemark, Drammen, Bergen, Stavanger, Klepp, Sandnes, Sola og Kristiansand. (Meny A., u.å.)

4.3.3 Lokalisering

Verdifull- En stor fordel av å drive med hjemlevering, er friheten i geografiske plasseringer. I motsetning til andre dagligvarekjeder med fysiske butikker, har ikke Kolonial behov for mange lokaler for en rekke detaljister. Dette tilbyr altså at de kan samle operasjonene der de opererer. Inntil videre strekker hjemleveringene seg over hele Østlandet (Kolonial.no A. u.å.), hvor omtrent 50 % av den norske befolkningen er bosatt (Thorsnæs (A), 2020). Hovedlageret

leveransene går ut ifra er strategisk plassert i utkanten av Oslo i Lørenskog, Viken. På denne måten har de umiddelbar nærhet til der befolkningstettheten er høyest, samtidig som de unngår dyrere leiekostnader i Hovedstaden.

En fordel med å være lokalisert der befolkningstettheten er høy og konsentrere driften i dette området, er at de mister behovet for “krysssubsidiert”. Dette omfatter problemstillingen til en kjede når de skal tilby samme pris over hele landet, til tross for større distribusjonskostnader til mindre sentrale landsdeler. De vil isåfall finne seg tvunget til å tilby en dyrere pris enn nødvendig i mer sentrale landsdeler, for å “finansiere” kostnadsøkningene i desentraliserte landsdeler. Dette kan bidra til større konkurransevne tilknyttet pris for Kolonial.

Sjelden- Som den eneste «rendyrkede» nettbaserte fullsortimentsaktøren, er Kolonial den eneste aktøren som innehar en slik lokalisering. Vi vil derfor anse denne ressursen for å være sjelden i dagens marked.

Ikke imiterbar- Det er ingenting som antyder at andre aktører som vil iverksette samme konsept som Kolonial, vil ha problemer med anskaffelse av lignende lokalisering. Vi anser derfor denne ressursen som imiterbar.

Organisering- Å benytte et hoved varelager som dekker et stort geografisk område, kan Kolonial spare en rekke kostnader knyttet til leie/eiendom. Innkjøp og lagerstyring vil trenge mindre koordinasjon på tvers av lokasjoner, og de har dermed kun en destinasjon varene skal leveres til fra leverandørene. Den selve geografiske plasseringen av lageret ligger også sentralt i området der befolkningstettheten er høyest (Thorsnæs (B), 2020). Dette bidrar til å minimere kjøreavstanden tilknyttet hjemleveringer.

4.3.4 Størrelse

Verdifull – Størrelse er en verdifull ressurs i dagligvaremarkedet fordi det gir en rekke fordeler. Varekostnaden er den klart dominerende kostnadsposten i dagligvarehandelen, og er dermed avgjørende for lønnsomheten. En stor markedsposisjon har vist seg å være fordelaktig når det kommer til forhandlinger med leverandørene om innkjøpspriser. Hvis man ikke har denne ressursen, eller posisjonen i markedet så vil man ha en stor ulempe i forhold til sine konkurrenter. Det viser seg dermed at å være en liten aktør ikke er verdifullt. Kolonial

startet i 2014 og er fortsatt en liten etablering, noe som har gitt de høye priser i flere år helt til de gikk inn i en innkjøpsavtale med Rema 1000.

Sjelden – Dette systemet er ikke unikt men det kan bli sett på som sjeldent. NorgesGruppen er den største aktøren i markedet og har lenge fått de beste betingelsene. Coop og Rema er også store aktører, men de får selv dårligere innkjøpsbetingelser enn NorgesGruppen. Dette er altså en ressurs som NorgesGruppen i stor grad besitter.

Ikke imiterbar – Det krever gradvis vekst og store investeringer over en lang periode for å opparbeide seg en sterk markedsposisjon i dagligvaremarkedet. De aktørene som har en sterk posisjon i dag, har vært der i over 50 år og har gradvis kapret flere kunder og markedsandeler. Ressursen er imiterbar til en viss grad, men det vil ta lang tid, bedre organisering og store investeringer for å konkurrere med NorgesGruppen som er på toppen.

Organisering – Det krever høy organisering for å ha en sterk posisjon i markedet. Kolonial har vokst gradvis, og særlig fort de to siste årene. De har derimot ikke organiseringen på plass for å være en ledende aktør i markedet og det er noe de må jobbe med. Men det er ikke noe tvil om at de opprettholder og forbedrer organiseringen jo mere de vokser.

4.3.5 Oppsummering VRIO

	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisering
Teknologi	Ja	Ja	Nei	Ja
Nettbasert	Ja	Nei	Nei	Ja
Lokalisering	Ja	Ja	Nei	Ja
Størrelse	Nei	Nei	Ja	Nei

Tabell 4.3 – Oppsummering av VRIO-analysen

Gjennom VRIO-analysen har vi sett på fire interne ressurser hos Kolonial. Analysen viser at teknologien deres, lokaliseringen og det at de er nettbasert kan utgjøre en midlertidig konkurransefordel. Slik vi diskuterte tidligere så er det derimot stor sjanse for at de andre aktørene kan få tak i disse ressursene på grunn av deres størrelse og kapital. Det er dermed vanskelig å si i hvor lang tid Kolonial kan dra nytte av disse ressursene for å ha et

konkurransefortrinn. Deres størrelse i forhold til de andre aktørene gir de derimot en konkurransemessig ulempe.

4.4 Oppsummering av strategisk analyse

Ved hjelp av den eksterne analysen i kapittel 4.1 og 4.2, og den interne analysen i 4.3 har vi dannet et godt grunnlag for å si noe om hvilke strategiske faktorer som påvirker Kolonial sin verdiskapning og dermed selskapsverdi. Rammeverkene vi har brukt har hjulpet oss til å identifisere posisjonen de har i forhold til sine konkurrenter og dermed finne ut av om de har et konkurransemessig fortrinn.

I den eksterne analysedelen har vi gjort rede for, og analysert makrofaktorer som påvirker bransjen og konkurransemessige forhold. Her konkluderte vi med at dagligvarebransjen ikke påvirkes i veldig stor grad av de økonomiske forholdene. Dette indikerer en fordel for bransjens lønnsomhet ettersom omsetningen ikke påvirkes av denne faktoren. En annen ting som kan være en fordel for bransjens lønnsomhet, er automatiseringer av manuelle prosesser. Dette kan føre til sparte kostnader og dermed øke lønnsomheten for bransjen. Det viser seg derimot at det har en negativ innvirkning på arbeidstakerne som blir erstattet med den nye teknologien.

Det har derimot vært mye som har lagt en begrensning på lønnsomheten i bransjen. Lover og regler har gjort det vanskelig å være konkurransedyktig, og blant annet importvernet har indirekte ført til at leverandørene har klart å opparbeide seg en stor forhandlingsmakt. Slik vi har snakket om i kapittel 4.1.1 så er det NorgesGruppen som i størst grad klarer å hente ut et høyt overskudd, noe som henger sammen med deres høye volum og høye forhandlingsmakt ovenfor leverandørene. Dette har videre ført til at de har vokst enda mer, og fått enda lavere priser. Nyetableringer har derimot slitt veldig på grunn av dette, siden de ikke klarer å opparbeide seg et stort volum på så kort tid for å få bedre innkjøpsbetingelser. Vi ser derimot et potensial i fremtidige innføringer av lover, som kan redusere volum- avhengigheter tilknyttet innkjøpsbetingelser i fremtiden. Det viser seg at de andre etableringshindringene reduserer konkurransen betraktelig siden det er vanskelig å komme inn i markedet for både norske og utenlandske bedrifter. Dette har ført til at det i dag er tre store aktører i det norske markedet som står for 96 % av omsetningen i detaljistleddet. Detaljistleddet er altså høyt konsentrert og det har ført til en høy konkurranse internt i bransjen, særlig for

lavprisaktørene. Basert på lønnsomheten til de tre største aktørene, anser vi bransjens lønnsomhet som *moderat*. Det er mange faktorer som er med på å senke lønnsomheten i bransjen, og vi mener at denne kunne vært mye høyere hvis konkurransen om å være billigst blant lavprisaktørene ikke hadde vært så stor. Den interne rivaliseringen, sammen med konkurransen om å være nærmest kunden spiser tilsynelatende opp en del av marginen.

I den interne analysedelen har vi prøvd å finne ut av hvilke ressurser Kolonial har som kan være en kilde til varig konkurransefortrinn. Med utgangspunkt i vår VRIO-analyse og ressursene vi anser som mest sentrale, har Kolonial alt i alt moderate til lave ressursfordeler. Verdien for teknologien var særlig utfordrende å «fastsette», da tilgjengelig informasjon hovedsakelig baserer seg på en generell beskrivelse fra bedriften selv. Dette gjør det også vanskelig å sammenligne med andre aktører, og vurdere hvorvidt ressursen er strategisk vedvarende eller innenfor strategisk likevekt. Videre ser vi at nettbasert drift medfører konkurransemessig likevekt, da aktører som Meny og Spar allerede har utvidet til dette og det antas at større aktører ikke vil møte på store etableringshindringer ved videre utvidelse. Fordelen disse sitter på, er at de kan bruke butikknettverket som strekker seg over hele landet som logistikkentre og har dermed mulighet til å levere til en større del av landet. Det antas derimot at lønnsomhet vil være vanskeligere å oppnå med denne strukturen. Sammenlignet med eksisterende drift vil dette innebære en ytterligere forlengelse av verdikjeden, sammenlignet med Kolonial som forkorter denne. Kolonial sitter også på en fordel tilknyttet opparbeidet kundelojalitet ved å være de første med dette konseptet i Østlandet som innehar omtrent 50 % av befolkningen. Lokaliseringen medfører også konkurransemessige fordeler, siden det er kostnadsbesparende samtidig som det bidrar til effektivitet i infrastruktur og leveringslogistikk. Den største konkurransemessige ulempen ligger i størrelsen. Som en relativt nyetablert aktør er det vanskelig å kapre store markedsandeler fra de største aktørene. Med alle eksisterende stordriftsfordeler i markedet, medbringer det store utfordringer ved å være en mindre aktør. Grunnet innkjøpsamarbeidet de inngikk med Rema, unnslipper de noen av konsekvensene tilknyttet dette. Vi anser derfor at denne ulempen er av moderat til lav styrke. Alt i alt vurderer vi Kolonial sine ressursfordeler til å være *moderate*. Oppsummering av VRIO fremstilles i tabell 4.3.

4.5 SWOT-Analyse

Vi skal her se nærmere på hvordan fremtidsutsiktene er, og for dette benytter vi oss av SWOT-analyse. SWOT står for styrker (strengths), svakheter (weaknesses), muligheter (opportunities) og trusler (threats) og blir brukt til å vurdere disse fire aspektene av virksomheten. (Mindtools, 2017). Det hjelper oss med å se på både de eksterne forholdene i industrien og de interne egenskapene til Kolonial. Vi ønsker å finne ut av hvordan lønnsomheten i bransjen er sannsynlig å utvikle seg fremover, og hvordan lønnsomheten til Kolonial er sannsynlig å utvikle seg sammenlignet med bransjens lønnsomhet.

Vi vil ta utgangspunkt i styrkene og svakhetene vi fant fra VRIO-analysen, og for muligheter og trusler tar vi utgangspunkt i resultatene fra PESTEL- og Porteranalysen. Dette vil gi oss et helhetlig bilde over de strategiske faktorene som påvirker Kolonial sin fremtidige verdiskapning og det gir oss en indikasjon på om det foreligger fordeler eller ulemper i selskapet. Tabellen under illustrerer resultatet av SWOT-analysen i punkter der vi har delt inn i styrker, svakheter, muligheter og trusler.

Styrker <ul style="list-style-type: none">- Nettbasert- Lokalisering- Største aktør innen dagligvare på nett- Bransjens lønnsomhet påvirkes ikke av nedgangskonjunkturer	Svakheter <ul style="list-style-type: none">- Deres størrelse gir dårligere innkjøpsbetingelser- Profitten blir lavere på grunn av høyere priser- Store etableringshindringer i bransjen
Muligheter <ul style="list-style-type: none">- Nye reguleringer- Unik teknologi	Trusler <ul style="list-style-type: none">- Deres størrelse- Nye aktører innen dagligvare på nett- Eksisterende aktører satser på dagligvarehandel over nett- Nye lover

Tabell 4.4 – SWOT-analyse

4.5.1 Styrker

Vi har også tidligere konkludert med at nedgangskonjunkturen nasjonalt og internasjonalt som følge av Covid-19 ikke har lagt noen begrensninger på dagligvarebransjen. Grunnen til dette er at dagligvare kan sees på som nødvendighetsgode og blir i mindre grad påvirket av konjunktursvingninger. Det har derimot vist seg tvert imot at de økonomiske urolighetene ble til fordel for dagligvarebransjen der etterspørselen økte betraktelig. Dette var et resultat av smitteverntiltakene der befolkningen har måttet tilbringe mer tid hjemme og ikke villet gå ut av huset. Kolonial sitt nettbaserte system viste seg til å være en ytterligere styrke, særlig tilknyttet verdiskapning for konsumentene. Gjennom en mer moderne måte å handle dagligvarer på, kan kundenes tradisjonelle butikkturer bli erstattet. Dette viser seg å være svært tidsbesparende, og samtidig potensielt kostnadsbesparende. Samfunnsøkonomiske gevinster kan også medfølge ved å erstatte butikkturer. Menon Economics (2018) estimerte at verdien for tidsbesparelsen 8 459 kroner per husholdning i året, ekskludert eventuelle merkostnader ved netthandel (Wifstad et al., 2018, s. 17). Samtidig vil konsumentene kunne bruke mer av tiden sin på andre aktiviteter, som arbeid, hobbyer, og familie. Mennesker som har vanskeligheter tilknyttet butikkturer vil også kunne utføre dette på egenhånd. Den geografiske plasseringen og logistikken rundt det, viser seg også til å kunne ha en kostnadsbesparende effekt for Kolonial. Samlet drift i nærhet til høy befolkningstetthet argumenterer for dette.

Slik vi fant ut fra VRIO-analysen, har deres egenutviklede logistikk-løsning også styrket deres konkurransevne. Dette har vært med på å bidra til deres enorme vekst de siste to årene, i tillegg til at de lettere har klart å møte den enorme etterspørselen som følge av Covid-19. I tillegg anser vi innkjøpssamarbeidet med Rema som en styrke som veier opp for at de er en liten aktør med lite forhandlingsmakt. Til tross for at Kolonial ikke er blant de største aktørene, vil innkjøpssamarbeidet med Rema bidra til å dra nytte av stordriftsfordelene. Uten samarbeidet ville de hatt mye dårlige priser sammenlignet med de andre aktørene, og det ville ført til at deres resultat hadde forverret seg betraktelig.

Slik vi snakket om i kapittel 2, har de samarbeid med flere aktører og det er veldig viktig for de. Tidlig høsten 2019, inngikk de også et samarbeid med Clas Ohlson. Allerede etter en 3-måneders tid, besto 1 av 10 handlekurver hos Kolonial av Clas Ohlson- produkter (Hopland (A), 2019). Dette vil kunne bidra til større volum i begge virksomhetene. Munthe Kaas

nevner også at det pågår samtaler med potensielle nye partnere, og det var tydelig at samarbeidet med Clas Ohlson bidro til optimisme rundt dette.

4.5.2 Svakheter

Kolonial har primært én svakhet, og det er størrelse. Slik vi har snakket om tidligere er leverandørene en viktig del av verdikjeden. Konsentrasjonen på leverandørleddet er veldig høyt, og den svake konkurransen har ført til at de kan ta en større del av profitten, særlig fra de mindre detaljistene. Store dagligvareaktører får betydelig bedre betingelser i forhandlinger med leverandører enn små aktører, og dette er dermed en stor svakhet for Kolonial. En annen svakhet for de er etableringshindringene. De har vært med på å gjøre det vanskeligere å opparbeide seg et stort volum på kort tid, som kunne bedret innkjøpsbetingelsene deres. Dette har derimot vært positivt for de aktørene som allerede har en stor markedsandel, siden det har redusert konkurransen betraktelig.

4.5.3 Muligheter

Mulighetene Kolonial møter er primært knyttet til nye innføringer tilknyttet regulering av dagligvaremarkedet. Bedre og mer rettferdige innkjøpsbetingelser vil kunne gi bedre konkurransevne, og et grunnlag for større driftsmarginer. Loven om god handelsskikk kan utgjøre en forskjell, og gi flere muligheter til fremtidig ekspansjon ved økt lønnsomhet. Videre er deres satsning innenfor teknologi en av grunnene til at de har et så effektivt plukkesystem og logistikk-løsning. Forbedring innenfor dette området kan gi flere muligheter i fremtiden, og det er viktig at de forbedrer dette kontinuerlig. Videre opparbeidelse i og forbedring av distribusjonsnettverket kan også åpne opp for videre utvidelser av samarbeidspartnere. Kolonial vil oppleve en utvidelse av sitt produktutvalg samtidig som de eventuelle aktørene kan dra nytte av økt etterspørsel gjennom større tilgjengeliggjøring av sine produkter. Kolonial kan dermed konkurrere mot eksisterende hjemleveringstjenester, uten vesentlige kostnader.

4.5.4 Trusler

Med utgangspunkt i vår strategiske analyse, anser vi de eksisterende aktørene med høye markedsandeler som de største truslene, dersom de beslutter å satse mer på nettbasert drift. Covid-19 har gitt Kolonial en stor vekst, men det har også satt igang den nettbaserte driften for de andre aktørene. Vi kan derfor ikke utelukke at disse aktørene vil utgjøre en større trussel fremover. Vi har diskutert etableringshindringer, og mener at nyetablerte aktører ikke er umiddelbart bekymringsverdig. En annen trussel er endringer i lover og reguleringer som kan ramme lønnsomheten i dagligvarebransjen. Eksempelvis tilknyttet strengere importvern, eller eventuelle innføringer som gir forbud mot hjemlevering på helligdager.

4.5.5 Oppsummering SWOT-Analyse

Basert på oppsummeringen i kapittel 4.4 og SWOT-analysen, kan vi oppsummere den strategiske fordelene til dagligvarebransjen og Kolonial. Som nevnt tidligere, anser vi bransjens lønnsomhet som *moderat* siden det krever høye volum for å oppnå et stort overskudd, og konkurransen internt i bransjen presser ned lønnsomheten. Ressursfordelene til Kolonial mener vi er veldig *moderate* siden de ikke har mange kilder til eventuelle styrker og muligheter som er vedvarende. Svakheten deres veier tungt på lønnsomheten siden varekostnaden er en dominerende kostnadspost i dagligvarehandelen. Innkjøps samarbeidet med Rema har veiet opp litt for denne svakheten, men Rema er også liten i forhold til NorgesGruppen og får selv høyere priser fra leverandørene. De har derfor en lang vei å gå for å komme opp på lønnsomhetsnivået til NorgesGruppen. Basert på SWOT-analysen forventer vi at bransjens lønnsomhet vil holdes på samme nivået fremover. Det gjenstår å se hvordan lover og reguleringer kommer til å påvirke denne kostnadsposten.

4.6 Strategisk vekstanalyse

På bakgrunn av funnene våre, kan vi vurdere vekstmulighetene Kolonial har for fremtiden. Vekstmulighetene for Kolonial anser vi som store ettersom de er en nyoppstartet bedrift som skiller seg vesentlig ut fra sine konkurrenter ved at de selger over nettet. I dag er de den ledende aktøren innenfor dagligvarehandel på nett, og konseptet deres er en viktig ressurs. Kolonial hadde en omsetning på 74 millioner i 2015, og klarte allerede i 2019 å omsette for 1 milliard. I 2018 kunne de fastslå at det kun var volum som sto i veien for overskudd, da hver

levering endelig hadde positivt dekningsbidrag (Christensen & Berglihn, 2019). Bedriften er veldig ung og har hatt en stor vekst de siste årene.

Slik vi har snakket om tidligere, har covid-19 presset de til å vokse mye innen kort tid. De fikk en sterk vekst av nye kunder på grunn av smittespredningen og tiltakene i mars og april, noe som har krevd plukking av over 300.000 varer daglig. Deres logistikk-løsning for varemottak, plukk og inventarstyring sammen med deres organisering har gjort det mulig for de å møte denne etterspørselen. Dette kan videre gi de store vekstmuligheter i fremtiden. Under de første innføringene av covid-19 restriksjonene opplyste de om at de var i stand til å levere til rundt 60 % av Norges befolkning, noe som er veldig bra for en nyetablering. (Kolonial.no F, 2020). Det betyr også at de fortsatt har et stort potensial for å vokse ytterligere, og det er viktig at de utvider driften slik at de kan møte en enda større kundemasse i fremtiden. En mulighet for vekst er å utvide og levere til andre tett befolkede deler av Norge enn bare Østlandet. Dette kan føre til ytterligere investeringer og høyere kostnader, men også at de kaprer større deler av markedet.

Selv om våre tidligere analyser viser at lønnsomheten ikke nødvendigvis er så stor, mener vi likevel at vekstmulighetene er store basert på den overnevnte diskusjonen. Det er krevende å vokse i dagligvaremarkedet på grunn av høy konkurranse og mange hindringer, men konseptet gjør at de skiller seg ut. Det gir de en unik mulighet å tilby noe nytt i markedet, og det skaper et godt utgangspunkt for vekst i fremtiden.

5. Regnskapsanalyse

I denne delen av masteroppgaven skal vi gjennomføre en kvantitativ regnskapsanalyse av Kolonial og Bunnpris som vi har valgt som det komparative selskapet. Det er en viktig del av den fundamentale verdsettelsen og handler om å analysere de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. Denne analysen vil gi oss en oversikt over virksomhetens historiske og nåværende posisjon i bransjen. Innsikten fra regnskapsanalysen og den kvalitative analysen, vil danne grunnlaget for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet i kapittel 9 og generelt den fundamentale verdsettelsen av Kolonial. Vi vil starte med å se nærmere på resultat- og balanseregnskapet og deretter kommer vi til å omgruppere disse regnskapene.

5.1 Praktiske valg

For å gjennomføre regnskapsanalysen for Kolonial har vi valgt å bruke rammeverket til Knivsflå (Knivsflå, 2020, F3). Vi skal utføre de trinnene som vi mener er nødvendig for å kunne verdsette Kolonial. Vårt utgangspunkt for regnskapsanalysen er finansregnskapet, hovedsakelig resultatregnskapet og balanseregnskapet. Før vi kan gjennomføre regnskapsanalysen må vi derimot foreta noen praktiske valg for regnskapsanalysen. Disse valgene gjelder valg av analysenivå, analyseperiode og komparativt selskap.

5.1.1 Valg av analysenivå

Analysenivået omfatter andelen av virksomheten som skal analyseres, altså om vi skal benytte oss av regnskapet for hele virksomheten eller om det skal deles inn i ulike forretningsområder. Det er kun fornuftig å dele inn regnskapet, dersom virksomheten innehar drift i svært ulike områder (Knivsflå, 2020, F3, s. 20&21). Kolonial mangler drift innenfor andre forretningsområder, og deres virksomhet er konsentrert rundt nettbasert dagligvarehandel. På grunnlag av dette vil vi benytte oss av samlet regnskapsanalyse. Innenfor samlet regnskapsanalyse understreker Knivsflå en annen avveining man må ta, og det er om man skal benytte regnskapet fra morselskapet eller hele konsernet. Innenfor morselskapet blir investeringer i datterselskap regnskapsført som en post i resultatregnskapet og balansen. Konsernregnskapet fremstilles som om mor- og datterselskap var samlet til ett. Resultatet og egenkapitalen blir her splittet i minoritet og majoritet. Konsernregnskapet er

som regel best å benytte, da det fanger omfanget av virksomheten bedre (Knivsflå, 2020, F3, s. 23). Vi vil derfor benytte oss av konsernregnskapet.

5.1.2 Valg av analyseperiode

Valget av analyseperiode avhenger av om virksomheten har vært stabil eller om den har endra karakter over tid (Knivsflå, 2020, F3, s. 25). Dette praktiske valget innebærer hvor langt bakover i tid vi skal analysere virksomhetene. Dersom virksomheten driver med det samme over tid, burde man velge en relativt lang analyseperiode. Dersom virksomheten endrer seg over tid, for eksempel gjennom oppkjøp av nye forretningsområder, burde man velge en relativt kort analyseperiode. (Knivsflå, 2020, F3, s. 25). Kolonial ble etablert i 2013 og har endret seg mye over tid. Basert på at det er en oppstartsbedrift som fortsatt er i stor endring, anser vi ikke de første årene som relevante for fremtidig utvikling og velger derfor en kort analyseperiode på 3 år fra 2017 til 2019.

5.1.3 Valg av komparative virksomheter

For å kunne si noe om Kolonial sine prestasjoner, må vi velge komparative virksomheter slik at vi kan bruke de til å sammenligne. Dette er viktig for regnskapsanalysen og beregninger i de påfølgende kapitlene ettersom disse gjennomsnittsvirksomhetene vil bli brukt som målestokk på hvor godt Kolonial gjør det i forhold til bransjen. Slik vi diskuterte i kapittel 2, er deres konkurrenter NorgesGruppen, Rema 1000, Coop og Bunnpris. Basert på størrelse, er Bunnpris nærmere Kolonial sitt nivå enn de andre konkurrentene som befinner seg i en mer moden fase. Vi har dermed valgt å kun bruke Bunnpris som det komparative selskapet, siden strukturelle forskjeller fra de større konkurrentene gjør de mindre sammenlignbare. Det tas forbehold om strukturelle og konseptuelle forskjeller også mellom Kolonial og Bunnpris. Sammenligningen mellom disse to er dermed ikke optimal, men vi anser dette som det nærmeste vi kommer for å gi oss en oversikt over virksomhetens historiske og nåværende posisjon i bransjen. Slik vi nevnte i kapittel 2.2.3 driver Meny, Spar og Coop med hjemlevering av dagligvarer. Det kunne derfor vært mer optimalt å sammenligne med disse, men NorgesGruppen og Coop har ikke et offentlig regnskap for den nettbaserte driften som vi kan bruke til å sammenligne med.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

5.2.1 Resultatregnskap

	2017	2018	2019
Salgsinntekter	797 592 893	914 919 943	1 090 669 131
- Varekostnad	-594 055 671	-628 230 872	-725 640 212
- Lønnskostnader	-209 873 817	-208 538 615	-204 758 382
- Andre driftskostnader	-241 129 383	-234 289 773	-287 675 054
= EBTIDA	-247 465 978	-156 139 317	-127 404 517
- Av- og nedskrivninger	-12 502 560	-17 992 355	-24 290 879
= EBIT	-259 968 538	-174 131 672	-151 695 396
Annen renteinntekt	393 590	849 568	1 773 058
+ Annen finansinntekt	14 871	241 282	39 452
+ Verdiøkning markedsbaserte omløpsmidler	0	0	16
= Sum finansinntekter	408 461	1 090 850	1 812 526
- Annen rentekostnad	1 691 153	15 802 723	24 803 968
- Annen finanskostnad	1 251	794 151	1 502 915
= Sum finanskostnader	1 692 404	16 596 874	26 306 883
= Netto finansposter	-1 283 943	-15 506 024	-24 494 357
= Resultat før skattekostnad	-261 252 481	-189 637 696	-176 189 753
- Skattekostnad	-95 508 385	-40 516 478	-38 248 559
= Årets resultat	-165 744 096	-149 121 218	-137 941 194
- Netto minoritetsresultat	-100 632	297 066	354 779
= Årsresultat til majoritet	-165 643 464	-149 418 284	-138 295 973

Tabell 5.1 - Resultatregnskap for Kolonial.no, 2017-2019

Slik vi har diskutert tidligere i oppgaven, fremstilles det i regnskapet at Kolonial enda ikke har oppnådd overskudd. Vi kan derimot se at underskuddet synker og salgsinntektene øker. Varekostnaden er naturligvis den største kostnadsposten, og vi ser at både lønnskostnader og andre driftskostnader har holdt seg ganske stabilt gjennom årene. Økningen i EBITDA kan dermed indikere en økning i dekningsgraden.

5.2.2 Balanseregnskap

	2 017	2 018	2 019
Forskning og utvikling	14 809 665	27 102 922	42 173 565
Konsesjoner, patenter o.l	52 042	961 898	1 175 785
Utsatt skattefordel	95 700 260	136 216 737	174 724 411
Goodwill			
Sum immaterielle eiendeler	110 561 967	164 281 557	218 073 761
Anlegg under utførelse			
Maskiner og anlegg	330 419	0	8 584 946
Varebiler	10 464 902	4 588 322	1 525 171
Driftsløsere, inventar o.a utstyr	31 160 912	70 806 314	72 100 230
Sum varige driftsmidler	41 956 233	75 394 636	82 210 347
Investering i datterselskap			
Investering i aksjer og andeler	60 000	80 000	80 000
Andre langsiktige fordringer	2 832 500	7 394 021	10 514 021
Sum finansielle anleggsmidler	2 892 500	7 474 021	10 594 021
Sum anleggsmidler	155 410 700	247 150 214	310 878 129
Varer	20 322 552	16 192 475	19 423 787
Sum varer	20 322 552	16 192 475	19 423 787
Kundefordringer	5 176 529	15 748 269	9 772 100
Andre kortsiktige fordringer	28 005 279	38 889 016	55 870 827
Sum fordringer	33 181 808	54 637 285	65 642 927
Bankinnskudd, kontanter o.l	178 529 632	138 378 016	120 575 636
Sum omløpsmidler	232 033 992	209 207 776	205 642 350
Sum eiendeler	387 444 692	456 357 990	516 520 479

Aksjekapital	222 138	246 820	246 820
Overkurs	67 097 615	113 732 343	
Annen innskutt egenkapital	12 800 000	12 877 614	18 684 083
Sum innskutt egenkapital	80 119 753	126 856 777	18 930 903
Udekket tap		28 671 812	35 139 478
Sum opptjent egenkapital	-6 489 409	-28 671 812	-35 139 478
Minoritetsinteresser	438 368	84 674	37 153
Sum egenkapital	74 068 712	98 269 639	-16 171 422
Konvertible lån	187 200 000	201 786 917	369 878 372
Gjeld til kredittinstitusjoner	12 841 167	6 128 834	1 992 340
Øvrig langsiktig gjeld	0	14 815 071	13 233 733
Sum annen langsiktig gjeld	200 041 167	222 730 822	385 104 445
Leverandørgjeld	60 163 855	80 253 745	80 795 765
Betalbar skatt	191 875	0	259 115
Skyldig offentlig avgifter	11 850 052	11 740 470	12 953 217
Utbytte	196 000	292 066	402 300
Annen kortsiktig gjeld	40 933 031	43 071 247	53 177 060
Sum kortsiktig gjeld	113 334 813	135 357 528	147 587 457
Sum gjeld	313 375 980	358 088 350	532 691 902
Sum egenkapital og gjeld	387 444 692	456 357 989	516 520 480

Tabell 5.2 - Balanse for Kolonial.no, 2017-2019

Vi ser at balansesummen har økt gjennom alle årene. Den største økningen er forholdsvis i anleggsmidler fra 2017 til 2019. Vi ser at langsiktig gjeld har økt mest gjennom årene, mens kortsiktig gjeld har økt litt for hvert år. Økningen i langsiktig gjeld skyldes hovedsakelig opptak av ytterligere konvertibelt lån fra Kinnevik Online AB på 150 millioner norske kroner. Dette gjenspeiles også i den negative egenkapitalen for 2019, siden underskuddet fra 2018 ble finansiert gjennom gjeld fremfor emisjon.

5.2.3 Endring i egenkapital

Tabell 5.3 viser endring i egenkapital over analyseperioden.

	2017	2018	2019
Egenkapital 01.01	105 381 237	73 630 345	98 184 965
Årets resultat	-165 643 464	-149 418 284	-138 295 973
+ Justering EK-andel		77 614	
+ Emisjon inkl.kostnader	121 092 572	193 328 042	
+ Utskillelse konverteringsrett lån	12 800 000		5 806 469
+ Utbytte			
+ Endret eierandeler		-19 432 752	
+ Oppgjør for utstedte aksjer tidligere i år			20 000 000
+ Justert kjøpesum			-1 904 036
Endring minoritet			
= Egenkapital 31.12	73 630 345	98 184 965	-16 208 575

Tabell 5.3 - Endring i egenkapital for Kolonial.no, 2017-2019

Som et nyetablert selskap som enda ikke har oppnådd overskudd, tydeliggjøres det at underskuddene og videre drift av selskapet er i stor grad dekket av emisjoner med en betydelig overkurs.

5.3 Omgruppering av resultatregnskapet

I en fundamental verdsettelse er vi nødt til å omgruppere både resultat- og balanseregnskap for å gjøre de egnet til analyse for verdsettelsesformål. Formålet med omgrupperingen er å gjøre det mer tilpasset til brukerne. Vi ønsker å skape et sterkere fokus på normalisert verdiskapning enn det kreditororienterte regnskapet. Vi vil skape et investororientert regnskap og må derfor omgruppere slik at det er et klart skille mellom verdiskapningen i selskapet og verdiutdeling fra selskapet. (Knivsflå, 2020, F3, s. 8-13). Det vi er opptatt av, er å finne frem til de driftsrelaterte eiendelene som lager driftsresultatet, altså hvilke eiendeler Kolonial har som gjør at de kan produsere og lage driftsresultatet sitt. Vi ønsker også å finne frem til driftsrelatert gjeld på gjeldssiden, de gjeldspostene vi får ved å være i drift. Dette tilsvarer poster som har større fokus på verdiskapningen og tilhørende finansiering (Knivsflå, 2020, F4, s. 6-8).

Vi vil starte med å omgruppere resultatet og det gjøres gjennom fire steg:

1. Identifisering av fullstendig nettoresultat
2. Fordeling av fullstendig nettoresultat

3. Trekke ut det unormale for å finne det normale
4. Fordeling av skattekostnaden

5.3.1 Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat

Det første steget i omgrupperingen er å identifisere fullstendig nettoresultat til egenkapitalen. Formelen er presentert fra Knivsflå (2020, F4, s. 13).

$$\text{Fullstendig nettoresultat} = \text{Rapportert årsresultat} + \text{Annen fullstendig resultat} + \text{Dirty surplus}$$

I utgangspunktet skal alle inntekter og kostnader rapporteres i årsresultatet, men i noen tilfeller er det unntak, og disse skal rapporteres under annet fullstendig resultat. På engelsk kalles denne posten for “other comprehensive income” og disse oppstår ofte ved ytelsespensjon og internasjonale virksomheter som følge av valutaforskjeller. Følgelig innehar Kolonial ikke denne posten.

Egenkapital skal kun endre seg av to forhold etter god regnskapsskikk, og det er opptjening av egenkapital gjennom nettoresultat og kapitalendringer, eller et unntak.

Kongruensprinsippet i regnskapsloven sier at alle inntekter og kostnader skal resultatføres. Det er i loven gitt noen unntak for dette der korrigerende av feil i tidligere årsregnskap og andre unntak i samsvar med god regnskapsskikk kan føres direkte mot egenkapitalen. Dirty surplus er et brudd på kongruensprinsippet og føres altså direkte mot egenkapitalen. Denne posten kan være kostnader forbundet med emisjon, omregningsdifferanser og resultatendring. (Knivsflå, 2020, F5, s. 21-23). Kolonial har ikke denne posten heller, men dirty surplus kan være knyttet til oppstartskostnader. Vi har ikke nok informasjon og kan ikke skille ut disse i regnskapet for å reflektere disse i dirty surplus. Dermed vil fullstendig nettoresultat være lik rapportert årsresultat.

5.3.2 Steg 2 og steg 3: Fordeling av fullstendig nettoresultat og identifisering av normale og unormale poster

I steg 2 skal vi fordele fullstendig nettoresultat fra steg 1 til egenkapitalen slik at alle deler i balansen får tildelt hver sin del av totalresultatet. På denne måten kan vi identifisere kildene

til resultatet. I steg 3 skal vi skille det unormale fra det normale for å kunne utarbeide fremtidsregnskapet. De normale postene innebærer de som forventes å komme tilbake hver regnskapsperiode, mens de unormale postene fremkommer i en eller få perioder. Som nyoppstartet og nasjonal bedrift har vi ikke klart å identifisere noen unormale poster, og driftsresultatet er derfor i sin helhet knyttet til driften.

Finansinntektene består hovedsakelig av renteinntekter og finansinntekter. Videre består finanskostnadene hovedsakelig av rentekostnader og finanskostnader. Andre finansinntekter og annen finanskostnad er ustabile i regnskapet og vi anser derfor disse som unormale poster. I tillegg er posten “verdiøkning markedsbaserte omløpsmidler” klassifisert som unormal. Vi har regnet ut følgende unormalt netto finansresultat for Kolonial:

	2017	2018	2019
+ Annen renteinntekt	393 590	849 568	1 773 058
+ Annen finansinntekt	14 871	241 282	39 452
+ Verdiøkning markedsbaserte omløpsmidler	0	0	16
= Sum finansinntekter	408 461	1 090 850	1 812 526
= <i>Sum normale finansinntekter</i>	393 590	849 568	1 773 058
= <i>Sum unormale finansinntekter</i>	14 871	241 282	39 468
Annen rentekostnad	1 691 153	15 802 723	24 803 968
+ Annen finanskostnad	1 251	794 151	1 502 915
= Sum finanskostnader	1 692 404	16 596 874	26 306 883
= <i>Sum normale finanskostnader</i>	1 691 153	15 802 723	24 803 968
= <i>Sum unormale finanskostnader</i>	1 251	794 151	1 502 915
= Unormalt finansresultat	13 620	-552 869	-1 463 447

Tabell 5.4 - Unormalt netto finansresultat i analyseperioden for Kolonial.no, 2017-2019

5.4.3 Steg 4: Fordeling av skattekostnaden

Det siste steget omfatter fordelingen av den rapporterte skattekostnaden på alle resultatene, med utgangspunkt i selskapsskattesatsen (Knivsflå, 2020, F4, s. 59&60). Selskapsskattesatsen for hvert år innen analyseperioden fremstilles i tabell 5.5.

	2 017	2 018	2 019	Snitt
sss	24,00%	23,00%	22,00%	23,00%
fiss	16,00%	15,33%	14,67%	15,33%
dss	23,13%	20,39%	21,65%	21,72%
ndss	21,72%	21,72%	21,72%	21,72%

Tabell 5.5 - Skattesatser for Kolonial.no, 2017-2019

Rentekostnadene utgjør den største delen av finanskostnadene og er noe som medfører skattelette tilsvarende selskapsskattesatsen for inneværende år. Uttaksmodellen i skatteloven sier at utbytte og aksjegevinst ikke skal skattelegges på selskapsnivå (Knivsflå, 2020, F4, s. 64). Dette reduserer den effektive skattesatsen på normale finansinntekter og unormalt finansresultat. Hvor stor andel av disse postene som består av skattefrie inntekter er ikke spesifisert i regnskapsrapportene, og Knivsflå peker dermed på tommelfingerregelen hvor en benytter den effektive satsen som to tredjedeler av selskapsskattesatsen. Satsene for inneværende år er fremstilt i tabell 5.5 ovenfor. Skattefordelingen for normale og unormale finansposter er fremstilt i tabell 5.6.

Gjenstående fordelinger skal nå gjøres for driftspostene, og for å utføre dette må vi finne den effektive driftsskattesatsen for hvert år i analyseperioden. Formelen for dette er illustrert nedenfor (Knivsflå, 2020, F4, s. 70):

$$dss = \frac{\text{Normal skattekostnad} - \text{fordelt finansskatt}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

Med utgangspunkt i driftsskattesatsene har vi beregnet en normalisert driftsskattesats (ndss), som er den minst ekstreme av gjennomsnittet og medianen av driftsskattesatsene gjennom analyseperioden (Knivsflå, 2020, F4, s. 73-74). Her benytter vi gjennomsnittet på 21,72%, da den har minst avvik fra selskapsskattesatsen. Driftsrelatert skatt er dermed beregnet, og den totale omfordelingen av skattekostnadene er fremstilt i tabell 5.6 nedenfor.

Den rapporterte skattekostnaden i 2017 inneholdt skattekostnader fra tidligere år. Etter loven om god regnskapsskikk for små foretak, kreves det at fremtidig skattepliktig inntekt kan sannsynliggjøres før utsatt skattefordel kan regnskapsføres (NRS 8, 2018, kap. 4.3.1.2). Vi har dermed skilt ut skattekostnaden gjeldende for 2017, og plassert alle tidligere skattekostnader under posten “unormal skatt”.

	2017	2018	2019
Finanskostnadsskatt	405 877	3 634 626	5 456 873
Finansinnteksskatt	62 974	130 267	260 049
Skatt på unormalt finansresultat	2 179	-84 773	-214 639
Driftsrelatert skatt	-56 469 520	-37 824 315	-32 950 780
Unormal skatt på normal drift	-3 668 294	2 326 591	113 685
Unormal skatt	-35 029 848	-1 429 621	0
Omfordelt skatt	-95 508 385	-40 516 478	-38 248 559
Rapportert skatt	-95 508 385	-40 516 478	-38 248 559

Tabell 5.6 - Fordeling av skattekostnad for Kolonial.no, 2017-2019

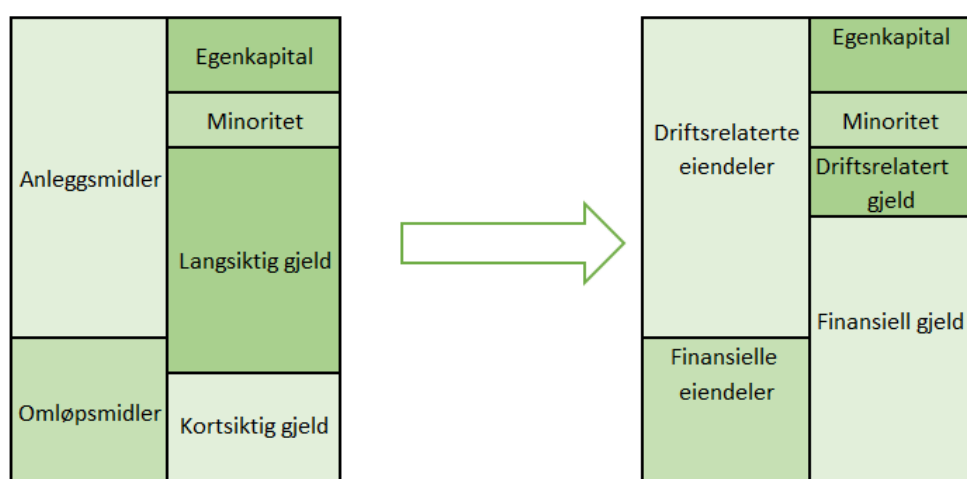
Etter omgrupperingen av resultatet får vi endring i egenkapital til å stemme med endring i egenkapital i balansen. Dette er presentert i tabell 5.7 under:

	2017	2018	2019
Driftsinntekt	797 592 893	914 919 943	1 090 669 131
- Varekostnad	-594 055 671	-628 230 872	-725 640 212
- Lønnskostnader	-209 873 817	-208 538 615	-204 758 382
- Andre driftskostnader	-241 129 383	-234 289 773	-287 675 054
- Avskrivinger	-12 502 560	-17 992 355	-24 290 879
= Driftsresultat i egen virksomhet	-259 968 538	-174 131 672	-151 695 396
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	-56 469 520	-37 824 315	-32 950 780
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	-203 499 018	-136 307 357	-118 744 616
= Netto driftsresultat	-203 499 018	-136 307 357	-118 744 616
+ Netto finansinntekt	330 616	719 301	1 513 009
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	-203 168 402	-135 588 056	-117 231 606
- Netto finanskostnad	1 285 276	12 168 097	19 347 095
- Minoritetsresultatet	-100 632	297 066	354 779
= Netto resultat til egenkapital	-204 353 046	-148 053 218	-136 933 480
+ Unormalt netto driftsresultat	38 698 142	-896 970	-113 685
+ Unormalt netto finansresultat	11 441	-468 096	-1 248 808
+ Unormalt netto minoritetsresultat			
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	-165 643 464	-149 418 284	-138 295 973
+ Emisjon.inkl kostnader	133 892 572	173 972 905	23 902 433
= Endring i egenkapital	-31 750 892	24 554 621	-114 393 540

Tabell 5.7 - Normalisert resultat for Kolonial.no, 2017-2019

5.4 Omgruppering av balanse

Oppstillingen av årsrapporten er ikke investororientert og dermed vil balanseregnskapet til Kolonial ikke gi god innsikt i deres underliggende drift eller verdiskapning. Denne oppstillingen sies å være kredittorientert og er nyttig ved analyser av risiko. Balansen bør ha et skarpt skille mellom eiendeler som nytter til drift og kapital som finansierer driftseiendelene. Det er driften som genererer verdi i selskapet og vi må derfor skille mellom balansepostene som er relatert til drift og balansepostene som er relatert til finans. (Knivsfå, 2020, F5, s. 5)



Figur 5.1 - Omgruppering av balansen, (Knivsfå 2020, F5, s. 20)

Vi gjør følgende vurderinger i omgruppering av balansen:

Anleggsmidler:

- *Utsatt skattefordel* - Denne posten er en immateriell eiendel som utgjør en stor del for Kolonial, og inngår i driftsrelaterte anleggsmidler.
- *Konsesjoner, panter o.l* - Kreves for driften og klassifiseres som driftsrelatert post.
- *Varige driftsmidler* - Denne posten kategoriseres som både driftsrelatert og finansielle eiendeler, men er hovedsakelig knyttet til anleggsmidler som brukes i drift.
- *Investering i datterselskap og aksjer* - Tilknyttede og felleskontrollerte selskap er vanligvis driftstilknyttet og bør således grupperes som driftsrelatert anlegg. (Knivsfå 2020, F5, s. 31). Slik vi snakket om tidligere er disse knyttet til driften og klassifiseres derfor som driftsrelatert.

- *Andre langsiktige fordringer* - Det står ikke noe spesifikt om dette i noten og kan ikke med sikkerhet si om den er knyttet til drift eller finansielle eiendeler.

Omløpsmidler:

- *Varer* - Består av varer som er direkte knyttet opp mot driften og klassifiseres derfor som driftsrelatert.
- *Kundefordringer* - Denne posten kategoriseres som driftsrelatert siden det er fordringer som har påløpt som følge av salg.
- *Andre kortsiktige fordringer* - Har en note som sier at fordringene er knyttet til selskaper som er i samme konsernet, som videre er knyttet til driften. Vi vil derfor inkludere denne som driftsrelatert.

Langsiktig gjeld:

- *Annen langsiktig gjeld* - Deler av det fremkommer i regnskapet som ikke-rentebærende og denne delen klassifiseres som driftsrelatert så lenge den ikke er rentebærende.

Kortsiktig gjeld:

- *Leverandørgjeld* - Driftsrelatert gjeld som leverandørgjeld er et resultat av driftssyklusen og investering i driftskapasitet. Driftsrelatert gjeld er vanligvis ikke rentebærende, men renten kommer i form av høyere innkjøpspris og dermed en høyere driftskostnad. (Knivsfå, 2020, F5, s. 51)
- *Betalbar skatt* - Det står ikke noe spesifikt i notene på denne posten, men denne er mest driftsrelatert og vi velger å gruppere den som kortsiktig driftsrelatert gjeld (Knivsfå, 2020, F5, s. 44)
- *Skyldig offentlig avgifter* - Denne posten grupperes som driftsrelatert kortsiktig gjeld siden den blir tatt opp som en del av driftssyklusen. (Knivsfå, 2020, F5, s. 51)

Finansielle eiendeler:

- Andre langsiktige fordringer klassifiseres her som finansielle eiendeler.

Finansiell gjeld:

- Langsiktig gjeld som er rentebærende klassifiseres som finansiell gjeld i tillegg til annen kortsiktig gjeld som er rentebærende.

Deres omgrupperte balanse er presentert i tabell 5.8 under:

	2 017	2 018	2 019
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	92 414 345	159 502 448	219 568 343
+ Driftsrelatert arbeidskapital	41 462 433	59 089 290	71 854 382
= Netto driftseiendeler	133 876 778	218 591 738	291 422 725
+ Finansielle eiendeler	2 832 500	7 394 021	10 514 021
= Sysselsatt eiendeler	136 709 278	225 985 759	301 936 746
Egenkapital, majoritet	73 630 344	98 184 965	-16 208 575
+ Minoritetsinteresser	438 368	84 674	37 153
+ Finansiell gjeld	62 640 566	127 716 120	318 108 168
= Sysselsatt kapital	136 709 278	225 985 759	301 936 746

Tabell 5.8 - Omgruppert balanse for Kolonial.no, 2017-2019

5.4.1 Omgruppering av kontantstrøm

Etter omgrupperingen av resultatregnskapet og balansen, får vi følgende kontantstrøm:

	2 017	2 018	2 019
Netto driftsresultat	-203 499 018	-136 307 357	-118 744 616
+ Unormalt netto driftsresultat	38 698 142	-896 970	-113 685
- økning i netto driftseiendeler	68 955 016	84 714 960	72 830 987
= Fri kontantstrøm fra drift	-233 755 892	-221 919 286	-191 689 287
+ Netto finansinntekter	330 616	719 301	1 513 009
+ Unormale netto finansinntekter	12 492	204 285	33 679
- Økning i finansielle eiendeler	650 000	4 561 521	3 120 000
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-234 062 785	-225 557 221	-193 262 598
- Netto finanskostnad	1 285 276	12 168 097	19 347 095
- Unormale netto finanskostnader	1 051	672 381	1 282 487
+ Økning i finansiell gjeld	100 917 541	65 075 554	190 392 048
- Netto minoritetsresultat	-100 632	297 066	354 779
+ Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0
+ Økning i minoritetsinteresser	438 368	-353 694	-47 521
= Fri kontantstrøm til egenkapital	-133 892 571	-173 972 905	-23 902 433

Tabell 5.9 - Omgruppert kontantstrømoppstilling for Kolonial.no, 2017-2019

5.5 Presentasjon av omgruppert og justert resultat, balanse og kontantstrøm for Kolonial.no

	2017	2018	2019
Driftsinntekt	797 592 893	914 919 943	1 090 669 131
- Varekostnad	-594 055 671	-628 230 872	-725 640 212
- Lønnskostnader	-209 873 817	-208 538 615	-204 758 382
- Andre driftskostnader	-241 129 383	-234 289 773	-287 675 054
- Avskrivinger	-12 502 560	-17 992 355	-24 290 879
= Driftsresultat i egen virksomhet	-259 968 538	-174 131 672	-151 695 396
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	-56 469 520	-37 824 315	-32 950 780
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	-203 499 018	-136 307 357	-118 744 616
= Netto driftsresultat	-203 499 018	-136 307 357	-118 744 616
+ Netto finansinntekt	330 616	719 301	1 513 009
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	-203 168 402	-135 588 056	-117 231 606
- Netto finanskostnad	1 285 276	12 168 097	19 347 095
- Minoritetsresultatet	-100 632	297 066	354 779
= Netto resultat til egenkapital	-204 353 046	-148 053 218	-136 933 480
+ Unormalt netto driftsresultat	38 698 142	-896 970	-113 685
+ Unormalt netto finansresultat	11 441	-468 096	-1 248 808
+ Unormalt netto minoritetsresultat			
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	-165 643 464	-149 418 284	-138 295 973
+ Emisjon.inkl kostnader	133 892 572	173 972 905	23 902 433
= Endring i egenkapital	-31 750 892	24 554 621	-114 393 540

Tabell 5.10 - Normalisert resultat for Kolonial.no, 2017-2019

	2 017	2 018	2 019
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	92 414 345	159 502 448	219 568 343
+ Driftsrelatert arbeidskapital	41 462 433	59 089 290	71 854 382
= Netto driftseiendeler	133 876 778	218 591 738	291 422 725
+ Finansielle eiendeler	2 832 500	7 394 021	10 514 021
= Sysselsatt eiendeler	136 709 278	225 985 759	301 936 746
Egenkapital, majoritet	73 630 344	98 184 965	-16 208 575
+ Minoritetsinteresser	438 368	84 674	37 153
+ Finansiell gjeld	62 640 566	127 716 120	318 108 168
= Sysselsatt kapital	136 709 278	225 985 759	301 936 746

Tabell 5.11 - Omgruppert sysselsatt kapital for for Kolonial.no, 2017-2019

	2017	2018	2019
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	92 414 345	159 502 448	219 568 343
+ Driftsrelatert arbeidskapital	41 462 433	59 089 290	71 854 382
= Netto driftseiendeler	133 876 778	218 591 738	291 422 725
Egenkapital, majoritet	73 630 344	98 184 965	-16 208 575
+ Minoritetsinteresser	438 368	84 674	37 153
+ Netto finansiell gjeld	59 808 066	120 322 099	307 594 147
= Netto driftskapital	133 876 778	218 591 738	291 422 725

Tabell 5.12 - Omgruppert netto driftskapital for Kolonial.no, 2017-2019

	2 017	2 018	2 019
Netto driftsresultat	-203 499 018	-136 307 357	-118 744 616
+ Unormalt netto driftsresultat	38 698 142	-896 970	-113 685
- økning i netto driftseiendeler	68 955 016	84 714 960	72 830 987
= Fri kontantstrøm fra drift	-233 755 892	-221 919 286	-191 689 287
+ Netto finansinntekter	330 616	719 301	1 513 009
+ Unormale netto finansinntekter	12 492	204 285	33 679
- Økning i finansielle eiendeler	650 000	4 561 521	3 120 000
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-234 062 785	-225 557 221	-193 262 598
- Netto finanskostnad	1 285 276	12 168 097	19 347 095
- Unormale netto finanskostnader	1 051	672 381	1 282 487
+ Økning i finansiell gjeld	100 917 541	65 075 554	190 392 048
- Netto minoritetsresultat	-100 632	297 066	354 779
+ Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0
+ Økning i minoritetsinteresser	438 368	-353 694	-47 521
= Fri kontantstrøm til egenkapital	-133 892 571	-173 972 905	-23 902 433

Tabell 5.13 - Omgruppert kontantstrømoppstilling for Kolonial.no, 2017-2019

5.6 Presentasjon av omgruppert og justert resultat, balanse og kontantstrøm for Bunnpris

	2 017	2 018	2 019
Driftsinntekt	3 202 754 818	2 747 257 793	2 583 419 215
- Varekostnad	2 043 187 066	1 645 728 510	1 491 049 952
- Lønnskostnader	411 306 158	391 766 398	362 908 466
- Andre driftskostnader	558 607 304	544 897 008	322 130 974
- Avskrivinger	126 160 558	104 093 744	267 140 733
= Driftsresultat i egen virksomhet	63 493 732	60 772 133	140 189 090
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	14 983 485	14 341 232	33 082 339
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	48 510 247	46 430 901	107 106 751
+ Netto driftsresultat	48 510 247	46 430 901	107 106 751
+ Netto finansinntekt	9 578 937	7 251 302	19 130 992
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	58 089 184	53 682 203	126 237 743
- Netto finanskostnad	20 392 100	19 683 853	17 489 042
- Netto minoritetsresultat	-9 962 971	971 810	1 561 695
= Netto resultat til egenkapital	47 660 055	33 026 540	107 187 006
+ Unormalt netto driftsresultat	-5 711 329	-5 523 200	-3 825 661
+ Unormalt netto finansresultat	14 660 121	3 920 067	-46 416 103
+ Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	56 608 847	31 423 407	56 945 242
- Netto betalt i utbytte	86 734 207	15 932 740	6 506 939
= Endring i egenkapital	-30 125 360	15 490 667	50 438 303

Tabell 5.14 - Normalisert resultat for Kolonial.no, 2017-2019

	2 017	2 018	2 019
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	820 932 263	764 673 632	614 069 810
+ Driftsrelatert arbeidskapital	405 293 704	378 660 334	367 737 298
= Netto driftseiendeler	1 226 225 967	1 143 333 966	981 807 108
+ Finansielle eiendeler	113 596 184	117 095 678	253 770 683
= Sysselsatt eiendeler	1 339 822 151	1 260 429 644	1 235 577 791
Egenkapital, majoritet	410 333 174	425 823 841	476 262 144
+ Minoritetsinteresser	22 256 520	22 808 482	9 073 598
+ Finansiell gjeld	907 232 457	811 797 321	750 242 049
= Sysselsatt kapital	1 339 822 151	1 260 429 644	1 235 577 791

Tabell 5.15 - Omgruppert sysselsatt kapital for for Kolonial.no, 2017-2019

	2 017	2 018	2 019
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	820 932 263	764 673 632	614 069 810
+ Driftsrelatert arbeidskapital	405 293 704	378 660 334	367 737 298
= Netto driftseiendeler	1 226 225 967	1 143 333 966	981 807 108
Egenkapital, majoritet	410 333 174	425 823 841	476 262 144
+ Minoritetsinteresser	22 256 520	22 808 482	9 073 598
+ Netto finansiell gjeld	793 636 273	694 701 643	496 471 366
= Netto driftskapital	1 226 225 967	1 143 333 966	981 807 108

Tabell 5.16 - Omgruppert netto driftskapital for Kolonial.no, 2017-2019

	2 017	2 018	2 019
Netto driftsresultat	48 510 247	46 430 901	107 106 751
Unormalt netto driftsresultat	-5 711 329	-5 523 200	-3 825 661
- Økning i netto driftseiendeler	-74 827 922	-82 892 001	-161 526 858
= Fri kontantstrøm fra drift	117 626 840	123 799 702	264 807 949
+ Netto finansinntekter	9 578 937	7 251 302	19 130 992
+ Unormalt netto finansinntekter	14 660 121	3 920 067	-46 416 103
- Økning i finansielle eiendeler	-9 074 219	3 499 494	136 675 005
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	150 940 117	131 471 577	100 847 832
- Netto finanskostnad	20 392 100	19 683 853	17 489 042
+ Økning i finansiell gjeld	-79 879 801	-95 435 136	-61 555 272
- Netto minoritetsresultat	-9 962 971	971 810	1 561 695
+ Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0
+ Økning i minoritetsinteresser	26 103 020	551 962	-13 734 884
= Fri kontantstrøm til egenkapital	86 734 207	15 932 740	6 506 939

Tabell 5.17 - Omgruppert kontantstrømoppstilling for Kolonial.no, 2017-2019

6. Analyse av risiko

I dette kapitlet skal vi analysere risikoen til Kolonial. For å analysere risikoen, vil vi gjennomføre en kortsiktig likviditetsanalyse og en langsiktig soliditetsanalyse, og hovedforskjellen kan forklares ved tidsperspektivet. Likviditet beskriver virksomhetens betalingsevne og kjøpekraft, og sier noe om hvor god enhver bedrift er til å innfri betalingsforpliktelsene sine. Det er særlig virksomhetens evne til å finansiere den kortsiktige gjeldens om tilsier om likviditeten er god, men likviditet er også avgjørende for om de kan ha lønnsomme investeringer. (Visma eAccounting, u.å.). Analyse av likviditet fokuserer på kortsiktig kredittrisiko, som innebærer at virksomheter har likvide midler til å dekke krav etter hvert som de forfaller til betaling. Analyse av soliditet fokuserer på langsiktig kredittrisiko, det vil si virksomheten er finansiert slik at den har evne til å stå imot en relativ lang periode med tap. (Knivsflå, 2020, F9, s. 21) Analysen av likviditet og soliditet legger videre grunnlag for den syntetiske ratingen til selskapet. Ratingen blir benyttet i vurdering av lån/utlån, det vil si prising av kredittrisiko i lånerenta og dermed i kravet til finansiell gjeld. (Knivsflå, 2020, F9, s. 35)

Totalrisikoen til en investering eller en portefølje av investeringer blir målt med variansen til den realiserte avkastningen. (Knivsflå, 2020, F9, s. 23) Denne består av systematisk og usystematisk del, og i dette kapitlet ser vi bort ifra den usystematiske risikoen. For en perfekt diversifisert investor, er bare systematisk risiko relevant, og den usystematiske risikoen blir derfor irrelevant. (Knivsflå, 2020, F9, s. 26) Videre skiller vi mellom to teknikker for å avdekke hva forholdstallene forteller oss:

1) Tidsserieanalyse – *Innebærer at forholdstallene til virksomheten blir analysert bakover i tid gjennom inspeksjon av tidsutviklingen, finne tidstrenden, eller ved å sammenligne med tidsvektet gjennomsnitt* (Knivsflå, 2020, F9, s. 7)

2) Bransjeanalyse – *Innebærer at forholdstallene til virksomheten blir sammenlignet med bransjen, altså komparative selskap. Målestokken for om et forholdstall er godt eller dårlig er altså bransjegjennomsnittet.* (Knivsflå, 2020, F9, s. 17). Slik vi nevnte tidligere vil bransjen i vårt tilfelle kun utgjøre Bunnpris.

I dette kapitlet skal vi bruke omgrupperte og justerte regnskapstall som vi har presentert i kapittel 5. Videre vil vi bruke rammeverket til Knivsflå for å utføre analysen av

kredittrisikoen til Kolonial. Rammeverket består av tre steg og starter med å analysere den kortsiktige kredittrisikoen gjennom likviditetsanalyse. Videre vil vi fortsette med en soliditetsanalyse for den langsiktige kredittrisikoen og til slutt vil vi oppsummere selskapets kredittrisiko gjennom syntetisk rating. Virksomheten får en karakter i henhold til selskapsspesifikk risiko: AAA (beste karakteren), AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D (dårligste karakter) (Knivsflå, 2020, F9, s. 21)

6.1 Likviditetsanalyse

Likviditetsanalysen har som mål å kartlegge om Kolonial har nok likvide midler til å dekke kortsiktige krav etter hvert som de forfaller til betaling. Desto mer likvide midler selskapet har for å dekke krav som forfaller til betaling, desto lavere vil likviditetsrisikoen være. (Knivsflå, 2020, F9, s. 36) Dårlig likviditet er en indikasjon på at driften ikke går som den skal, og kan derfor påvirke interessegruppene. Vi vil bruke rammeverket til Knivsflå der vi undersøker likviditeten i tre trinn: gjeldsdekning i balansen, gjeldsdekning gjennom resultat, og til slutt gjeldsdekning i fremtiden. (Knivsflå, 2020, F9, s. 38)

6.1.1 Gjeldsdekning i balansen

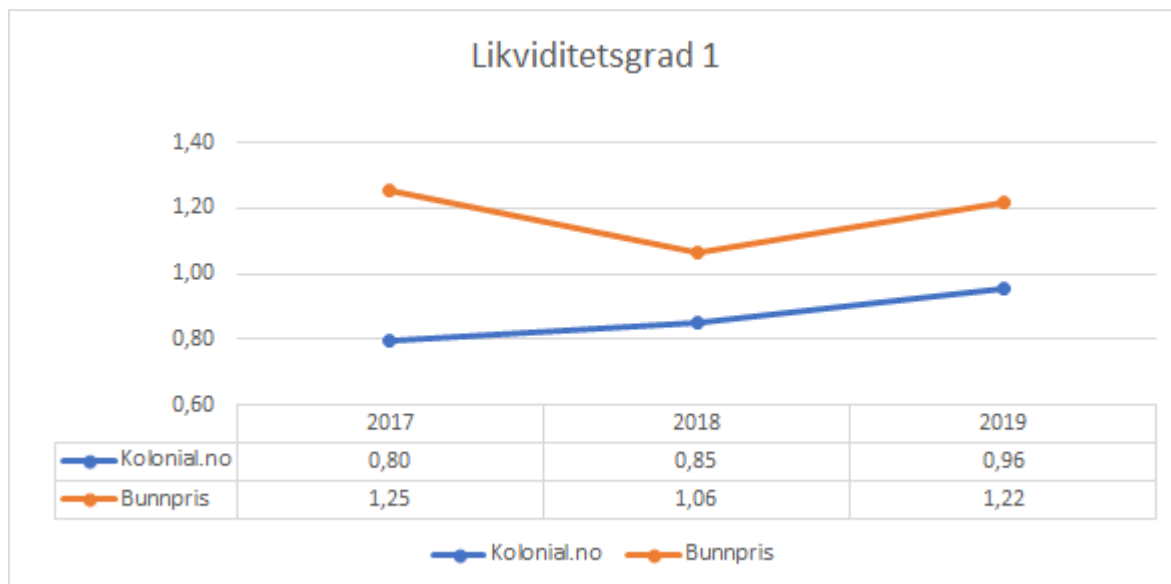
Likviditetsgrad

Likviditetsgrad 1 er forholdet mellom Kolonial sine omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Nøkkeltallet viser deres evne til å betale kortsiktig gjeld, forutsatt at varebeholdningen kan bli solgt og brukt for å dekke kortsiktige forpliktelser. (Visma Økonomioversikt, u.å.)

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

Kortsiktig gjeld er forpliktelsene til Kolonial som forfaller innen ett år, mens omløpsmidlene er midlene som kan likvideres innen ett år. Det er altså de mest likvide eiendelene dividert på gjeld med kortest forfallstid. En gammel tommelfingerregel er at likviditetsgrad 1 bør være minst 2 selv om dekningen skjer ved 1, altså når omløpsmidler er større en kortsiktig gjeld.

Likviditetsgraden vil derimot være relativt god dersom den er større enn bransjegjennomsnittet. Det er her viktig å tenke på at hele bransjen kan være i krise, og da vil det hjelpe lite å være litt bedre enn bransjen. (Knivsflå, 2020, F9, s. 41). Ved å bruke regnskapstallene vi har presentert i kapittel 5, får vi følgende oppstilling for Kolonial og Bunnpris:



Figur 6.1 - Likviditetsgrad 1 for Kolonial.no og Bunnpris, 2017-2019

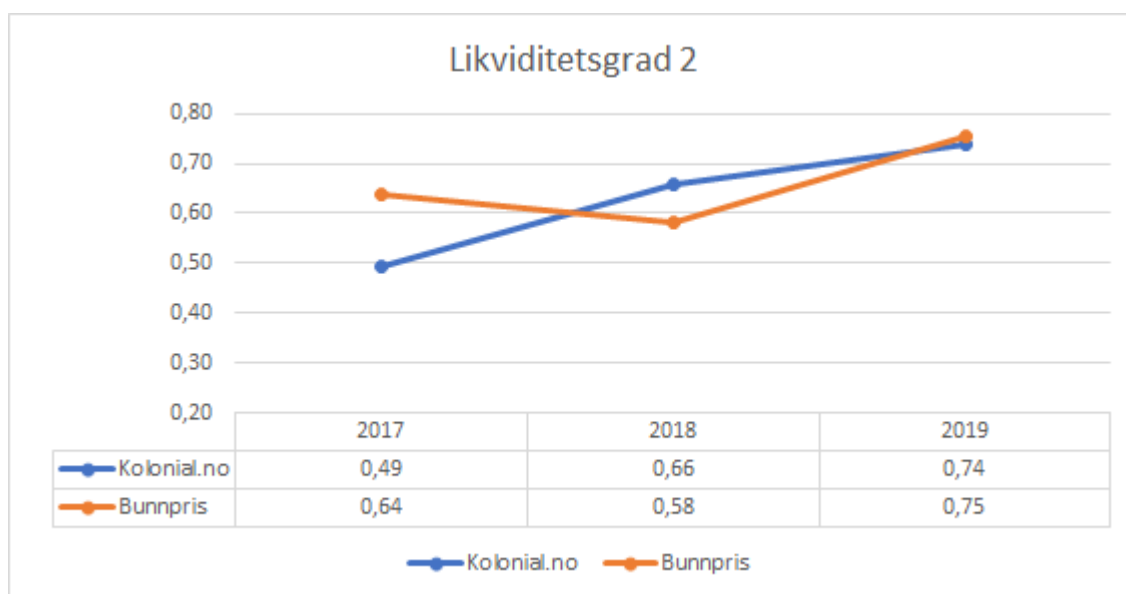
Tabellen viser at Kolonial har hatt lavere likviditetsgrad 1 enn Bunnpris gjennom vår valgte analyseperiode. Når likviditetsgraden er under 1, indikerer det at kortsiktig gjeld ikke har fullstendig dekning i omløpsmidlene. Vi ser derimot at forholdstallet til Kolonial har gått opp fra 2017 til 2019, mens Bunnpris har gått ned det første året og deretter beveget seg oppover. Likviditetsgraden nærmer seg altså nivået til Bunnpris, og det kan indikere at de etter hvert vil ligge på samme nivå som konkurrentene deres. Den positive bevegelsen på likviditetsgraden kan indikere at de kanskje vil nærme seg forholdstallet 1 etter hvert. Videre kan vi se på gjennomsnittlig likviditetsgrad for både Kolonial og Bunnpris. Ved å ta gjennomsnittet på vår valgte analyseperiode, finner vi ut at deres likviditetsgrad 1 ligger på 0.87 mens den for Bunnpris er på 1.18. Kolonial gjør det dermed gjennomsnittlig også dårligere enn de iløpet av hele perioden. Dette kan indikere at de har en likviditetsulempe sammenlignet med deres konkurrenter. Dermed har de ikke så god likviditetsgrad 1 ved at de ikke oppfyller hovedkravet om at den burde være over 1, og ved at de gjør det litt dårligere enn Bunnpris. Omløpsmidlene til Kolonial og Bunnpris har en høy omløpshastighet når det

kommer til varelageret og det vil derfor være hensiktsmessig at forholdstallet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld ligger så tett mot 1.

Videre kan vi se på likviditetsgrad 2 som er forholdet mellom de mest likvide omløpsmidlene og kortsiktig gjeld. Varelageret anses som minst likvid, mens kontantbeholdningen anses som den mest likvide posten. I likviditetsgrad 2 vil varelageret derfor trekkes fra omløpsmidlene slik at vi sitter igjen med de mest likvide midlene til selskapet. Dette forholdstallet burde være større enn 1 og kan uttrykkes slik: (Knivsfå, 2020, F9, s. 40)

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

Dagligvarebransjen har høy omløpshastighet på varelageret og derfor vil lite av omløpsmidlene i denne bransjen være bundet opp i varelageret. For å få en god indikasjon på hvordan Kolonial ligger an, er det mest hensiktsmessig å måle det opp mot Bunnpris. Ved å bruke regnskapstallene vi har presentert i kapittel 5, får vi følgende oppstilling for Kolonial og Bunnpris:



Figur 6.2 - Likviditetsgrad 2 for Kolonial.no og Bunnpris, 2017-2019

Slik vi ser i figuren, har Kolonial hatt lavere likviditetsgrad 2 enn Bunnpris gjennom vår valgte analyseperiode, bortsett fra året 2018. Den kraftige stigningen i 2017 skyldes en sterk vekst i fordringer. Ved å ta gjennomsnittet på vår valgte analyseperiode, finner vi ut at deres

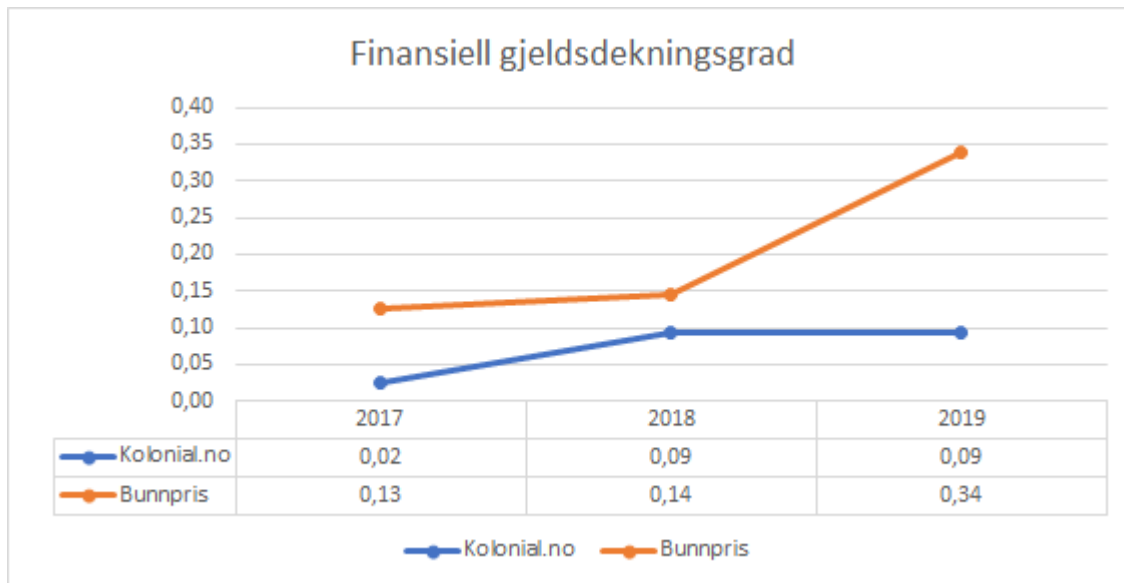
likviditetsgrad 2 ligger på 0.63 mens den for Bunnpris er på 0.66. Kolonial gjør det dermed gjennomsnittlig dårligere enn Bunnpris iløpet av hele perioden. Dette kan, slik som i likviditetsgrad 1, indikere at de har en likviditetsulempe sammenlignet med deres konkurrenter, men denne er ikke stor. Dermed har de en dårlig likviditetsgrad 2 ved at de ikke oppfyller hovedkravet om at den burde være over 1, og ved at de gjør det litt dårligere enn Bunnpris. Likevel ser vi en positiv utvikling for likviditeten deres som øker når vi ser på både likviditetsgrad 1 og 2. Forskjellen mellom likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 er derimot ikke særlig stor for Kolonial. Dette skyldes at varelageret som trekkes fra bare utgjør en liten del av omløpsmidlene. Varelageret til Bunnpris er derimot mye større, og dermed øker forskjellen fra likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2.

Finansiell gjeldsdekning

Videre ønsker vi å se på et langsiktig mål og derfor ser vi på finansiell gjeldsdekning som sier noe om selskapet har nok finansielle eiendeler til å dekke gjelden sin. Jo mindre de finansielle eiendelene er, jo større fare er det for at det oppstår likviditetskrise (Knivsflå, 2020, F9, s. 45) På lang sikt er den samlede finansielle gjeldsdekningen i balansen uttrykt som følger:

$$\textit{Langsiktig finansiell gjeldsdekning} = \frac{\textit{Finansielle eiendeler}}{\textit{Finansiell gjeld}}$$

Ved å bruke regnskapstallene vi har presentert i kapittel 5, får vi følgende oppstilling for Kolonial og Bunnpris:



Figur 6.3 - Finansiell gjeldsdekningsgrad for Kolonial.no og Bunnpris, 2017-2019

En finansiell gjeldsdekningsgrad større enn 1 innebærer at virksomheten har nok finansielle eiendeler til å dekke opp finansiell gjeld. (Knivsflå, 2020, F9, s. 45). Sammenligning med Bunnpris vil også her være en veldig god indikasjon på hvordan Kolonial sin finansielle gjeldsdekning er. Ut ifra grafen ser vi at Kolonial ligger på et lavere finansiell gjeldsdekning enn Bunnpris gjennom hele analyseperioden. Det indikerer at deres finansielle gjeld har økt mer enn deres finansielle eiendeler. Utviklingen har derimot vært positivt, og det er et bra tegn. Hvis utviklingen hadde vært negativt, ville det indikert fare for likviditetskrise hvis de skulle komme i likviditetsskvis. Forholdstallet burde være større enn 1, og vi ser at både Bunnpris og Kolonial ligger langt under dette. Man ser derimot at Bunnpris har økt deres finansielle gjeldsdekningsgrad kraftig i 2019, og Kolonial burde prøve å ligge på samme nivået etterhvert som de styrker sin posisjon.

6.1.2 Gjeldsdekning gjennom nettoresultat

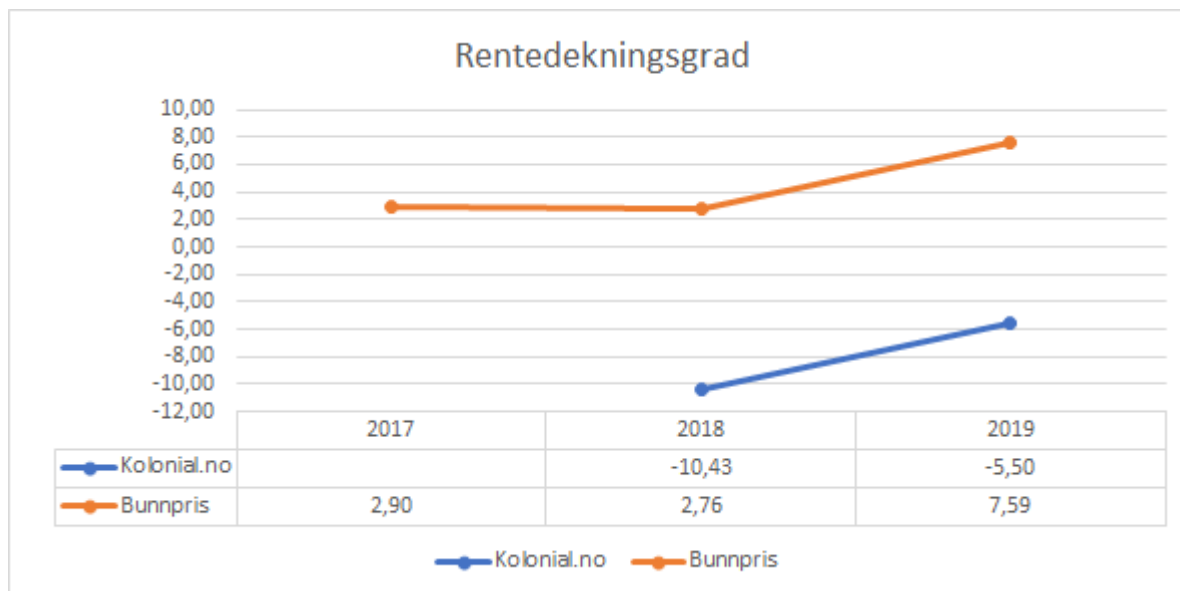
Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad sier noe om deres evne til å dekke rentekostnader gjennom nettoresultat fra sysselsatt kapital. Nettoresultat består av netto driftsresultat og netto finansinntekter.

Formlene kan uttrykkes på følgende måte:

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

Ved å bruke denne formelen og regnskapstallene vi har presentert i kapittel 5, får vi følgende oppstilling for Kolonial og Bunnpris:



Figur 6.4 - Rentedeckningsgrad for Kolonial.no og Bunnpris, 2017-2019

Ifølge Gunnar A. Dahl vil en rentedeckningsgrad på 1 betyr at overskuddet fra driften og finansinntekten i sin helhet går med til å betale rentekostnadene. (Dahl, 2010). Kolonial har hatt veldig negative verdier på rentedeckningsgraden vår valgte analyseperiode. De hadde en negativ rentedeckningsgrad på -161,10 i 2017, men vi valgte å ikke ta det med for å gjøre grafen mer leservennlig. Dette kommer fra at netto finanskostnadene i 2017 var veldig lave sammenlignet med de andre årene, i tillegg til at underskuddet deres var veldig stort det året. Når resultatet er negativt, vil det ikke være hensiktsmessig å se på rentedeckningsgraden, siden forholdstallet blir større negativt jo lavere netto finanskostnadene er.

Slik vi har snakket om tidligere, er Kolonial en oppstartsbedrift og har derfor måttet ta opp mye gjeld for finansiering. Høyere gjeld medfører høyere rentekostnader og dermed et dårligere rentedeckningsgrad. De har mye høyere finanskostnader i forhold til Bunnpris, og det kan indikere at Kolonial har en høyere likviditetsrisiko enn resten av bransjen. Videre påvirkes forholdstallet av nivået på renten, og dermed av konjunktorene i økonomien. Renten har vært lav i denne perioden og det kan ha hjulpet de litt. Det at raten blir påvirket av

konjunktorene kan gjøre det vanskelig å forutsi fremtidig rentedekningsgrad.

6.2 Soliditetsanalyse

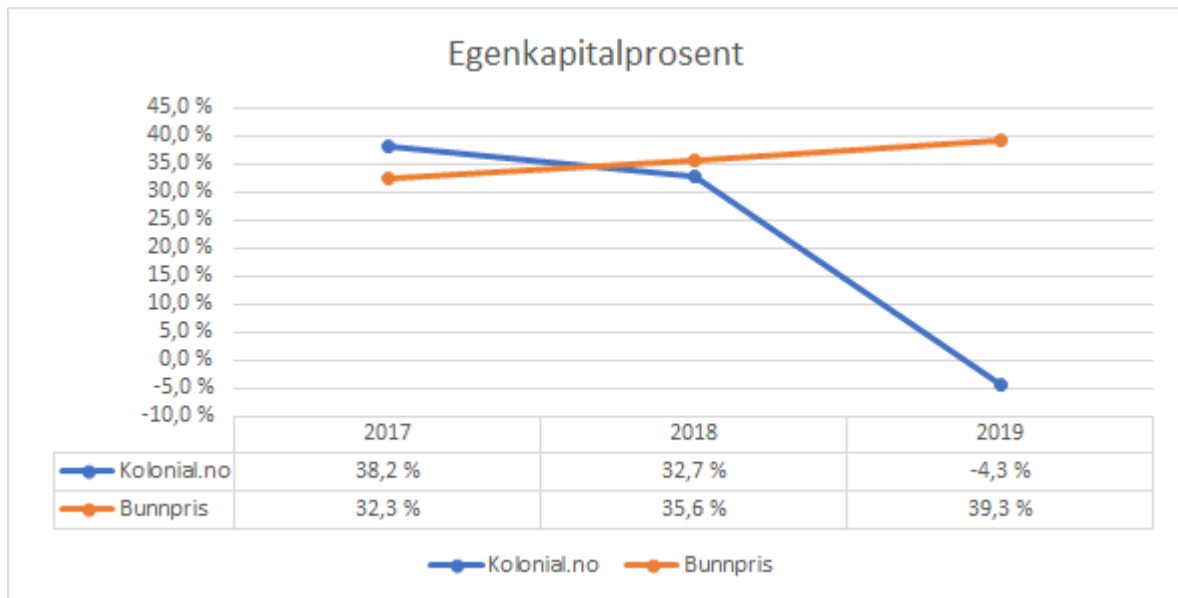
Analyse av soliditet fokuserer på langsiktig kredittrisiko. Her undersøker vi om virksomheten er finansiert slik at den har evne til å stå imot en relativt lang periode med tap. (Knivsflå, 2020, F9, s. 21). Tap blir ført mot egenkapitalen, og fungerer på den måten som en støtpute mot fremtidige tap og konkurs. (Knivsflå, 2020, F9, s. 61). I dette delkapittelet skal vi se nærmere på soliditeten ved å analysere egenkapitalprosenten, lønnsomheten og kapitalstrukturen.

6.2.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalen er et viktig middel for å stå imot fremtidige tap og konkurs. Slik vi nevnte tidligere, blir tap ført mot egenkapitalen og det er derfor viktig at denne er på et stort nivå slik at man unngår konkurs. En høy egenkapitalprosent er positivt siden det indikerer at Kolonial kan tåle tap i en lang periode.

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

Ved å bruke denne formelen og regnskapstallene vi har presentert i kapittel 5, får vi følgende oppstilling for Kolonial.no og Bunnpris:



Figur 6.5 - Egenkapitalprosent for Kolonial.no og Bunnpris, 2017-2019

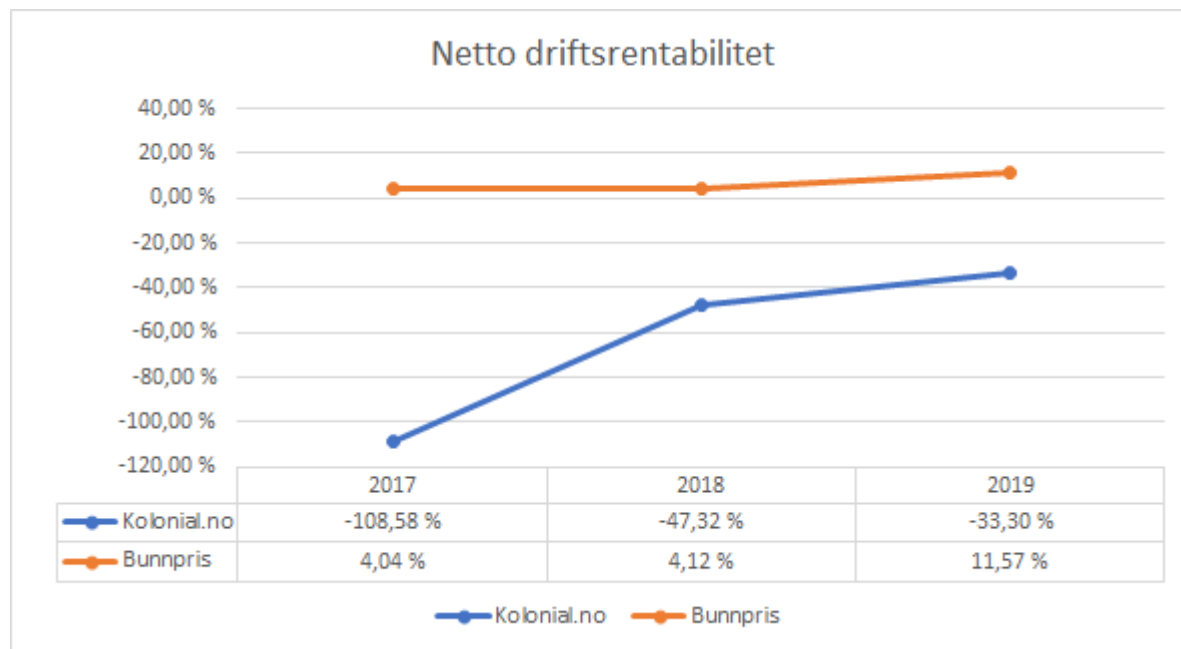
Egenkapitalprosenten avhenger av bransje og risiko, men den burde utgjøre minst 35 % av totalkapitalen. (Næringslivsøkonomi, u.å.). Vi ser at egenkapitalprosenten ligger over Bunnpris i 2017, og under i 2018 og 2019. For 2017 og 2018 oppfylles kravet om at den burde utgjøre rundt 35 % av totalkapitalen. Slik vi nevnte tidligere blir tap ført mot egenkapitalen, og i kapittel 5 så vi at Kolonial har gått i underskudd med flere millioner kroner. Noe av egenkapitalen har blitt reddet ved at de har foretatt emisjoner for å dekke dette tapet og for å sikre at de ikke går konkurs. Vi ser videre at utviklingen også har vært negativ gjennom årene og i 2019 var den på sitt laveste der egenkapitalen var negativ. Dette kan skyldes at de ikke har gjort det bra siden oppstart, og egenkapitalen har derfor blitt redusert. I tillegg til det, har de ikke foretatt en ny emisjon dette året, men tatt opp nye lån. Bunnpris gjør det derimot veldig bra iløpet av hele analyseperioden. Totalt sett viser våre funn at Kolonial ikke har en solid egenkapital og dette må gjøres noe med.

6.2.2 Analyse av lønnsomhet

Analyse av lønnsomheten blir en viktig del av soliditetsanalysen fordi en negativ drift vil påvirke egenkapitalandelen negativt.(2020, F9, s. 66) Slik vi så i kapittel 6.2.1 påvirkes også soliditeten når egenkapitalen går ned. Vi vil se på netto driftsrentabilitet for å avgjøre om lønnsomheten har en negativ eller positiv innvirkning.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftseiendeler}}$$

Ved å bruke denne formelen og regnskapstallene vi har presentert i kapittel 5, får vi følgende oppstilling for Kolonial og Bunnpris:



Figur 6.6 - Netto driftsrentabilitet for Kolonial.no og Bunnpris, 2017-2019

Vi ser fra både grafen og tabellen at netto driftsrentabilitet er sterkt negativt gjennom hele analyseperioden. Gjennomsnittet for Kolonial er -63 % mens den for Bunnpris var 6,58%. Det bekrefter våre tidligere funn om at lønnsomheten svekker egenkapitalen og dermed deres soliditet.

6.2.3 Analyse av kapitalstruktur

Videre i dette kapittelet ønsker vi å foreta en statisk finansieringsanalyse. Denne analysen viser hvordan eiendelene til Kolonial er finansiert med langsiktig og kortsiktig kapital på et bestemt tidspunkt, og vi kan dermed vurdere den tilknyttede risikoen. Den er gjerne uttrykt i form av en finansieringsmatrise, og eiendelene rangeres etter illikviditet og kapitalen etter langsiktighet. (Knivsflå, 2020, F9, s. 69)

DAM Driftsrelaterte anleggsmidler

EK Egenkapital

FAM Finansielle anleggsmidler

MI Minoritetsinteresser

DOM Driftsrelaterte omløpsmidler

LDG Langsiktig driftsrelatert gjeld

FOM Finansielle omløpsmidler

LFG Langsiktig finansiell gjeld

KDG Kortsiktig driftsrelatert gjeld

KFG Kortsiktig finansiell gjeld

Matrisen viser hvor mye av de variablene presentert til venstre (DAM, FAM, DOM og FOM) som er finansiert med de variablene som er til høyre (EK, MI, LDG, LFG, KDG og KFG). Egenkapitalfinansiering er minst risikabel, mens kortsiktig gjeldsfinansiering er mest risikabel. Jo fortere kurven når bunnen, jo mindre risikabel og desto mer solid er finansieringen. (Knivsfå, 2020, F9, s. 69). For å gjøre disse beregningene har vi tatt utgangspunkt i balansen den 31.12.2019. Tabellen under viser våre beregninger i prosent for både Kolonial og Bunnpris:

Bransjen	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	-6,28 %	0,01 %	13,03 %	93,23 %			49,99 %
FAM				100,00 %			10,20 %
DOM				68,25 %	31,75 %		16,47 %
FOM					19,93 %	80,07 %	23,34 %
TK	-3,14 %	0,01 %	6,51 %	68,04 %	9,88 %	18,69 %	100,00 %

Tabell 6.1 - Finansieringsmatrise for Kolonial.no, 2017-2019

Bransjen	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	77,56 %	1,48 %	20,96 %				25,80 %
FAM			59,21 %	20,11 %	20,68 %		56,52 %
DOM					14,58 %	85,42 %	15,45 %
FOM						100,00 %	2,23 %
TK	20,01 %	0,38 %	38,88 %	11,37 %	13,94 %	15,43 %	100,00 %

Tabell 6.2 - Finansieringsmatrise for Bunnpris, 2017-2019

Her vil det altså lønne seg å bruke langsiktige finansieringskilder slik som egenkapital og langsiktig gjeld. Sjansen blir dermed mindre for å komme i en likviditetskrise i motsetning til

hvis man bruker kortsiktig gjeld som finansieringskilde. Vi ser at finansieringsstrukturen er ganske ulik for Kolonial og Bunnpris. Kolonial har ikke egenkapital for å finansiere anleggsmidler og ender dermed opp med å bruke minoritetsinteresser, langsiktig driftsrelatert gjeld og langsiktig finansiell gjeld. Videre er finansielle anleggsmidler fullt ut finansiert med langsiktig finansiell gjeld. Driftsrelaterte omløpsmidler er finansiert med 68,25 % langsiktig finansiell gjeld, og 31,75 % kortsiktig driftsrelatert gjeld. Dette er ikke helt gunstig og burde forbedres. Vi ser derimot at Kolonial er flinkere til å finansiere med langsiktig gjeld enn Bunnpris. For Kolonial er det viktig at de øker egenkapitalen slik vi snakket om tidligere. Etterhvert som resultatet forbedres, vil deres finansieringsstruktur også bli bedre.

6.3 Oppsummering – syntetisk rating

Avslutningsvis skal vi oppsummere likviditets- og soliditetsanalysen ved å sette en karakter på risikoen. Analysene kan oppsummeres i en syntetisk rating av Kolonial og Bunnpris og vi vil ta utgangspunkt i rammeverket til Knivsfå (2020, F9, s. 71) Vi skal se på de fire forholdstallene: likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Virksomheten får en karakter i henhold til selskapsspesifikk risiko: AAA (beste karakteren), AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D (dårligste karakter) (Knivsfå, 2020, F9, s. 21). Denne karakteren blir videre brukt til å sette likviditetspremien som tillegges avkastningskravet som vi skal se nærmere på i kapittel 7.

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet	Sannsynlighet for konkurs
AAA	11,6 - 8,9	16,9 - 11,6	0,94 - 0,895	0,35 - 0,308	0,0000
AA	6,2 - 4,6	6,3 - 4,825	0,85 - 0,755	0,266 - 0,216	0,0002
A	3,0 - 2,35	3,35 - 2,755	0,66 - 0,55	0,166 - 0,131	0,0008
BBB	1,7 - 1,45	2,16 - 1,69	0,44 - 0,38	0,096 - 0,082	0,0026
BB	1,2 - 1,05	1,222 - 1,06	0,32 - 0,27	0,068 - 0,054	0,0097
B	0,9 - 0,75	0,9 - 0,485	0,22 - 0,175	0,04 - 0,026	0,0493
CCC	0,6 - 0,55	0,07 - (-0,345)	0,13 - 0,105	0,012 - (-0,002)	0,1261
CC	0,5 - 0,45	(-0,76) - (-1,17)	0,08 - 0,03	(-0,016) - (-0,03)	0,2796
C	0,4 - 0,35	(-1,58) - (-1,995)	(-0,02) - (-0,1)	(-0,044) - (-0,058)	0,5099
D	0,3	(-2,41)	(-0,18)	(-0,072)	0,8554

Tabell 6.3 - Karaktersystem, Kilde: Knivsfå (2020, F9, S. 80)

For å sette karakter på de forskjellige måltallene, benytter vi oss av tabellen utformet av Knivsfå (2020, F9, s. 80) som viser kravene for karaktersetting. I tillegg viser tabellen

sannsynligheten for konkurs ett år fram i tid. Vi ser at med en AAA rating så er sannsynligheten 0 %, mens med en rating på D er sannsynligheten på 85 % for konkurs. Basert på tidligere analyser og kravene til Knivsflå, får vi følgende syntetisk rating for Kolonial og Bunnpris:

	Kolonial.no			Gjennomsnitt
	2017	2018	2019	
Likviditetsgrad 1	0,80 B	0,85 B	0,96 B	0,87 B
Rentedekningsgrad	-161,1 D	-10,43 D	-5,5 D	-59,01 D
Egenkapitalprosent	0,382 BBB	0,327 BB	-0,043 C	0,222 B
Netto driftsrentabilitet	-1,08 D	-0,47 D	-0,33 D	-0,627 D
Gjennomsnittsrating	CC	CC	C	CC

Tabell 6.4 - Rating for Kolonial.no, 2017-2019

	Bunnpris			Gjennomsnitt
	2017	2018	2019	
Likviditetsgrad 1	1,25 BB	1,06 BB	1,22 BB	1,18 BB
Rentedekningsgrad	2,9 A	2,76 A	7,59 AA	4,42 A
Egenkapitalprosent	0,323 BB	0,356 BBB	0,393 BBB	0,357 BB
Netto driftsrentabilitet	0,04 B	0,041 B	0,115 BBB	0,065 BB
Gjennomsnittsrating	BB	BB	BBB	BB

Tabell 6.5 - Rating for Bunnpris, 2017-2019

Vi ser at Kolonial oppnår en rating på CC i en samlet vurdering av de fire forholdstallene, mens Bunnpris oppnår en rating på BB. Kolonial oppnår altså dårligere resultater enn Bunnpris og det indikerer høyere kredittrisiko for de. Slik vi diskuterte i den strategiske delen, er varene til dagligvarebransjen nødvendighetsgoder og derfor vil det være en jevn etterspørsel i markedet. Vi kom også frem til at både konkurransen internt i bransjen og

forhandlingsmakten til leverandøren presser ned marginene. Dette kan utgjøre et ytterligere risikoelement for likviditeten og soliditeten til Kolonial.

Kolonial er en oppstartsbedrift som alltid ser ut til å forbedre seg og fokuserer på effektivisering gjennom teknologi. Vi forventer dermed at de på sikt vil nærme seg Bunnpris, og til og med overgå de. Avtalen de har inngått med Rema 1000 har hjulpet de mye ved at de får lavere innkjøpspriser, og dermed har de klart å score litt høyere i denne analysen. Med 10-20 % dårligere innkjøpsbetingelser ville ratingen vært enda dårligere enn det den er nå. Sammenlignet med Bunnpris gjør Kolonial det stort sett dårligere i de fire forskjellige forholdstallene og de har dermed en likviditetsulempe og en soliditetsulempe. Vi anser at en rating på CC er rimelig ut ifra disse forholdene, og det virker rimelig at den er lavere enn Bunnpris.

7. Avkastningskrav

Et selskap må gi både egenkapital- og fremmedkapitalinvestorer avkastning på den kapitalen de har skutt inn. Avkastningen skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152). Avkastningskravet gjenspeiler sannsynlig avkastning ved en plassering med tilsvarende risiko.

Dette kapitlet vil omfatte utregninger og forutsetninger tilknyttet avkastningskravene, som senere danner grunnlaget for diskonteringsrentene for fremtidsregnskapet.

7.1 Avkastningskrav til total kapital

Finansieringen av et selskap kan komme fra ulike kilder, som bærer ulik risiko og dermed ulik forventet avkastning. Ved å vekte disse finansieringskildene basert på deres verdi og forventet avkastning, kan vi estimere selskapets avkastningskrav til total kapitalen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152). Grunnen til at kravet til total kapitalen benyttes, er at den frie kontantstrømmen som diskonteres for estimeringen av selskapsverdien, skal betjene alle finansieringskildene. Avkastningskravet til total kapitalen, WACC (Weighted average cost of capital) defineres på følgende måte:

$$WACC = \frac{\sum R_i * MV_i}{\sum MV_i}$$

R_i = Forventet avkastning på verdipapiret MV_i = Markedsverdi på verdipapiret

Kaldestad og Møller nevner at det kan være utfordrende å estimere avkastningskrav for verdipapirer som konvertible lån, og snevrer derfor teorien mot generelle lån og egenkapital. I vår tilfelle består hovedsakelig lånet av konvertible lån, og vi vil ta en avgjørelse om vi skal behandle dette som et tradisjonelt banklån eller egenkapital. Videre vil avkastningskravet være et veid gjennomsnitt av avkastningskravet til kreditorer og investorer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 153):

$$WACC = Re \frac{E}{E + D} + Rd(1 - t) \frac{D}{E + D}$$

E= markedsverdi av egenkapital, D= markedsverdi av gjeld, Re= selskapets egenkapitalkostnad, Rd= selskapets gjeldskostnad, t= nominell selskapsskatt

Neste kapittel vil dermed gå videre mot estimering av egenkapitalkravet.

7.2 Avkastningskrav til egenkapitalen

Estimeringen av egenkapitalkravet kan gjøres gjennom flere ulike modeller, men kapitalverdimodellen (CAPM) er den mest benyttede i praksis (Kaldestad & Møller, 2016, s. 154). Investorer står ovenfor særlig to typer risiko, systematisk og usystematisk risiko. Systematisk risiko omfatter bevegelser på makronivå som påvirker hele markeder/alle selskaper. Dette kan være endringer i faktorer som konjunkturutvikling, arbeidsledighet, og inflasjon. Usystematisk risiko er derimot tilknyttet forhold som kun påvirker et valgt investeringsobjekt. Kapitalverdimodellen ser litt bort ifra sistnevnte, og investorer blir derfor kun kompensert for systematisk risiko. Grunnlaget for dette er antakelsen om at alle investorer har mulighet til å diversifisere seg bort fra den bedriftsspesifikke risikoen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156). Kapitalverdimodellen estimerer egenkapitalkravet på følgende måte:

$$Re = Rf + \beta(Rm - Rf)$$

Rf= Risikofri rente, Rm= Forventet avkastning på markedsportefølje eller indeks, Rm-Rf= Forventet meravkastning ved investering i markedet, β = Egenkapitalbetaen (et mål på hvor mye et selskap blir påvirket av systematisk risiko)

Antakelsen om fullt diversifiserte investorer anses i midlertidig som et kritikkverdig aspekt av modellen, da det er sjeldent at investorer sitter på et tilstrekkelig antall aksjer. Dette skyldes av at de marginale fordelene ved diversifisering forsvinner med et økende antall investeringer, da de utvaskes av transaksjons- og overvåkingskostnader. En annen årsak til mindre grad av diversifisering, er at investorer har en tendens til å søke etter underprisede aktivum, og vil derfor velge bort de som anses som rettferdig- eller overpriset (Damodaran, 2012, s. 66). Med utgangspunkt i dette vil vi tillegge en likviditetspremie som også kompenserer for usystematisk risiko (Kaldestad & Møller, 2016, s. 171). Likviditetspremier

er hovedsakelig en kompensasjon for illikvide plasseringer hvor det er dyrt eller vanskelig å komme seg ut av investeringen.

Vi vil videre gå nærmere inn på komponentene i kapitalverdimodellen, og knytte det mot Kolonial.

7.2.1 Risikofri rente

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Forventet avkastning på risikable investeringer måles opp mot en risikofri rente, dette gir et anslag på hvilken meravkastning en kan oppnå ved å ta større risiko (Damodaran, 2012, s. 154). En *risikofri rente er en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko* (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156). Det er vanligst å ta utgangspunkt i statsobligasjoner, da dette er det nærmeste man kommer dette. Det finnes derimot flere type statsobligasjoner å ta utgangspunkt i, tilknyttet lengden på renten. Lengre renter er gjerne høyere enn korte, og valget blant disse vil derfor gi utslag i avkastningskravet. Kaldestad og Møller (2016) peker på særlig fire løsninger ved bruk av statsobligasjoner (Kaldestad & Møller, 2016, s. 157-159):

1. Ulik risikofri rente for hver periode: WACC basert på en risikofri rente med samme lengde som perioden kontantstrømmene stammer fra. Til tross for å være teoretisk riktig, har denne metoden relativt lav nytteverdi, og blir derfor sjeldent benyttet i praksis.
2. Kort rente: Det kan argumenteres for at plasseringer i kortsiktige rentepapirer, er den eneste risikofrie plasseringer, da en ikke står ovenfor inflasjonsrisiko. Den korte renten er heller ikke påvirket av likviditetspremier. Ulempen tilknyttet bruken av kort rente er derimot at den svinger mer enn lengre renter, noe som fører til et ustabil avkastningskrav.
3. Lang rente: 10-årsrenten er den mest benyttede i praksis, da den varierer mindre enn kortere renter, og gir mer stabile avkastningskrav. Det legges også til grunn at levetiden til selskaper forventes å være lang, og durasjonen til renten matcher bedre durasjonen på kontantstrømmene som estimeres. Ulempen med lang rente er at den inneholder premier for inflasjonsrisiko og illikviditet.

4. Stivt avkastningskrav: Under denne metoden benyttes en risikofri rente som er tilsvarende langsiktig forventet realrente pluss langsiktig forventet inflasjon. Her unngår man endringer grunnet kortsiktige svingninger i rentemarkedet, men risikerer å bomme på verdivurderingen da en ser bort ifra eventuelle trendsifter i rentemarkedene.

Med utgangspunkt i at den lange renten er den mest benyttede i praksis, velger vi å benytte oss av denne. Kaldestad og Møller (2016) omtaler dette som et *greit kompromiss mellom det å være teoretisk korrekt og praktisk anlagt* (Kaldestad & Møller, 2016, s. 159). Renten som benyttes er dermed 5-årig gjennomsnitt av den 10-årige renten etter skatt, med et fradrag for en risikopremie. Risikopremien for fradraget knytter seg til kredittratingen til landet, som er AAA i Norge (Knivsfå, 2020, F10, s. 36). Kredittrate på AAA tilsvarer 0,6 % i kredittrisikopremie etter skatt (Knivsfå, 2020, F10, s. 61). Utregningen av risikofri rente er fremstilt i tabell 7.1 nedenfor.

	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
10-årig statsobligasjon	1,57 %	1,33 %	1,64 %	1,88 %	1,49%	1,58 %
Skatt	27 %	25 %	24 %	23 %	22 %	24,20 %
Risikofri rente etter skatt	1,15%	1,00%	1,25%	1,45%	1,16%	1,20%
Kredittrisikopremie	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %
Risikofri rente	0,55%	0,40%	0,65%	0,85%	0,56%	0,60%

Tabell 7.1 - Risikofri rente

7.2.2 Egenkapitalbeta

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Som nevnt tidligere i dette kapitlet fanger betaen til et selskap opp i hvor stor grad det påvirkes av generell markedsrisiko. En dypere forklaring av dette er at den gjennomsnittlige betaen til et marked er 1. Dette er på grunn av at svingningene blant alle aksjene i et aksjemarked utgjør den totale svingningen i markedet selv, da markedet er samlingen av disse aksjene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 159-160). Forenklet tilsier dette at et selskap med beta på 2 vil ha dobbelt så høy avkastning som markedet, mens et selskap med 1 i beta vil ha lik avkastning som markedet. Egenkapitalbetaen kan regnes ut på følgende måte:

$$\beta_e = \frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}}$$

Kolonial er ikke børsnotert, og betaen til selskapet er følgelig ikke tilgjengelig. En kan dermed ta utgangspunkt i betaen til sammenlignbare selskap (Kaldestad & Møller, 2016, s. 161). Det finnes derimot ingen børsnoterte selskap som driver med dagligvare i det norske markedet, og vi får følgelig ikke estimert en beta basert på historisk data. Aswath Damodaran har utarbeidet en oversikt over betaer i forskjellige industrier, inkludert dagligvare, og vi tar dermed utgangspunkt i denne (Damodaran, 2020). Vanligvis blir det benyttet en bransjebeta, også kjent som “unlevered beta”, som tilsvarer betaen et selskap ville hatt med 100 % egenkapitalfinansiering (Kaldestad & Møller 2016, s. 161). Videre skulle denne blitt justert for selskapets netto finansielle gjeldsgrad, for å finne det spesifikke selskapets egenkapitalbeta (Knivsflå, 2020, F10, s. 49). Vi mener derimot at en netto finansiell gjeldsgrad basert på det historiske regnskapet inneholder for mye støy, og endringene kommer i stor grad av finansieringskilde, da resultatene er negative hvert år. Egenkapitalbetaen vi dermed tar utgangspunkt i, er den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen fra industrioversikten (Damodaran, 2020). Det finnes dessverre ingen beta spesifikt for nettbasert dagligvare, men dagligvaredelen av detaljhandelen har en beta på 0,59 og distribusjonsdelen av detaljhandelen har en beta på 1,28. Med utgangspunkt i hvordan nettbasert dagligvarehandel skiller seg fra tradisjonell, har vi valgt å vektlegge distribusjonssiden av detaljhandelen med en tredjedel i estimeringen av betaen. Det antas at siden hjemleveringstjenesten er en stor del av forretningsmodellen, vil Kolonial kunne påvirkes av like faktorer som distribusjonsselskapene. Vi tar derfor utgangspunkt i følgende egenkapitalbeta:

$$\beta_{ek} = 0,59 * \frac{2}{3} + 1,28 * \frac{1}{3} = 0,82$$

Begrunnelsen til at en så generell beta som ikke hensyntar mer bedriftsspesifikk risiko tilknyttet gjeldsgrad benyttes, er at vi i kapittel 11.4 skal hensynta risikoen for konkurs separat i en scenarioanalyse. Dette reduserer behovet for at avkastningskravene reflekterer risikoen.

7.2.3 Markedets risikopremie

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Markedets risikopremie referer til meravkastningen investorer forventer å få i aksjemarkedet relativt til den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2016, s. 166). Det er særlig tre metoder en kan benytte for estimeringen av denne. Disse er historisk premie, implisitt premie, og spørreundersøkelse blant investorer/akademikere. Å benytte historisk risikopremie er den mest benyttede i praksis. Det er mangler på indikatorer som kan predikere fremtiden pålitelig, og investorer vil også sannsynligvis ta utgangspunkt i tidligere realiserte avkastninger når de setter krav til fremtidige (Kaldestad & Møller, 2016, s. 166). Knivsflå (2020) har estimert risikopremien per år i perioden 2014-2019, og vi kan dermed ta utgangspunkt i disse for å estimere gjennomsnittet over vår analyseperiode 2017-2019 (Knivsflå, 2020, F10, s. 41). Årlige risikopremier inkludert gjennomsnittet vises i tabell 7.2.

	2017	2018	2019	Snitt
Løpende risikopremie	5,20%	5,10%	4,90%	5,07%

Tabell 7.2 - Markedsrisikopremie

7.2.4 Likviditetspremie

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f) + LP$$

Som nevnt tidligere i dette kapitlet er likviditetspremier hovedsakelig en kompensasjon for mindre likvide plasseringer. Dette kalles også for «illikviditetspremie». Kapitalmarkedet er preget av en viss markedssvikt, som gjør at full diversifisering ikke er optimalt, og denne premien kan benyttes som kompensasjon for dette (Knivsflå, 2020, F10, s. 18). Det finnes ingen konkret oppskrift på hvordan en regner ut denne premien, og den er svært basert på skjønn.

Kolonial er ikke børsnoterte, og har følgelig relativt få aksjonærer. I underkant av 87 % av selskapet eies av 15 aksjonærer sammenlagt. Aksjene kan dermed til en viss grad anses som illikvide, da mesteparten av selskapets kapital antas å komme fra langsiktige investeringer. Denne antakelsen kan også støttes av fasen selskapet befinner seg i, hvor nødvendig kapital

hentes fra investorer som til tross for dagens negative resultater har troen på fremtidig vekst. Det betyr dermed ikke at aksjene vil være vanskelige å selge seg ut av. Det regnes med at flere investorer vil kunne se muligheter for en stor oppside i denne aksjen. Basert på graden av illikviditet setter vi en likviditetspremie på 2%.

Minoriteten er ofte mer innelåst, og vil derfor inkludere en høyere likviditetspremie enn majoriteten (Knivsflå, 2020, F10, s. 19). Vi setter dermed denne til 3%.

7.2.5 Gjennomsnittlig avkastningskrav til egenkapitalen

Gjennom delkapittel 7.2 har vi estimert hver enkelt parameter i kapitalverdimodellen, og kan dermed benytte disse for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen. Kolonial sitt gjennomsnittlige egenkapitalkrav etter skatt blir dermed som følger:

$$Re = 0,6\% + 0,82 * 5,07\% + 2\% = 6,7574\%$$

Minoritetskravet vil tilsvare egenkapitalkravet tillagt den ekstra likviditetspremien til minoriteten. Dette blir dermed **7,7574 %**.

7.3 Netto finansielt gjeldskrav

Dette delkapitlet vil ta for seg estimeringen av Kolonial sine finansielle krav, som er gjenstående halvdel før utregningen av totalkapitalkostnaden kan gjennomføres. Kravet til netto finansiell gjeld estimeres ved å vekte kravene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Utregningen ser slik ut (Knivsflå, 2020, F10 s. 29):

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG}$$

nfgk = netto finansielt gjeldskrav fgk = finansielt gjeldskrav FG = finansiell gjeld FE = finansielle eiendeler fek = krav til finansielle eiendeler NFG = netto finansiell gjeld

7.3.1 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet skal tilsvare lånerenten en bank vil kreve fra et selskap. Dette består av den risikofrie renten etter skatt med et tillegg på en kredittrisikopremie.

Utrekningen av kravet ser dermed slik ut:

$$fgk = rf * (1 - s) + krp$$

Kredittrisikoen innebærer kreditors fare for at lånet pluss avtalt rente blir helt eller delvis misligholdt (Knivsflå, 2020, F10 s. 21). Kredittrisikoen skiller seg fra generell investeringsrisiko, da kreditorene ikke har den potensielle «oppsiden». De mottar altså aldri større avkastning enn den avtalte renten, og har dermed en potensielt stor nedside dersom misligholdelse av lånet oppstår. Estimeringen av kredittrisikopremien baserer seg på den syntetiske raten vi fant i kapittel 6 (Knivsflå, 2020, F10, s. 59-61). Den risikofrie renten er hentet fra tabell 7.1. Kredittrisikopremien er hentet fra Knivsflå (2020) sin oversikt for kredittrisikopremier for tilhørende syntetiske ratinger (Knivsflå, 2020, F10, s. 61). Denne baserer seg på kort kredittrisikopremie etter skatt. For lån med lengre levetid benyttes det et tillegg på 0,4%, men dette angår lån med gjennomsnittlig gjenværende levetid på 5-7 år. Note 17 i årsregnskapet for regnskapsåret 2019 presiserer at begge de konvertible lånene på en samlet verdi på 350 millioner NOK skal i sin helhet forfalle innenfor 2021. Derfor benytter vi kort kredittrisikopremie. Det estimerte finansielle gjeldskravet ble dermed 17,95 % for analyseperioden. Dette er et relativt høyt krav, som en konsekvens av lav kredittrating. Vi anser derimot dette kravet som urimelig og ikke helt representabelt, da det kan argumenteres for at gjelden også kan ansees som egenkapital. Konverteringsretten på det ene konvertible lånet ble benyttet i 2020, slik at mye allerede er gjort om til egenkapital (Solem, 2020). Vi setter dette dermed likt egenkapitalkravet. Kredittrisikopremien vil dermed bli satt som differansen mellom kravet og den risikofrie renten. Vi benytter oss dermed av følgende finansielt gjeldskrav i analyseperioden:

	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Syntetisk rating	CC	CC	C	CC
Risikofri rente etter skatt	1,25%	1,45%	1,16%	1,29%
Kredittrisikopremie	5,66%	5,58%	5,42%	5,55%
Finansielt gjeldskrav	6,91%	7,03%	6,58%	6,84%

Tabell 7.3 - Krav til finansiell gjeld

7.3.2 Krav til finansielle eiendeler

Dette kravet estimeres med utgangspunkt i hvilke typer poster de finansielle eiendelene består av. Det regnes ut egne krav for hver type post, som vektet tilsvarende andelen de utgjør (Knivsflå, 2020, F10 s. 64). De finansielle eiendelene til Kolonial består i sin helhet av andre langsiktige fordringer, og kravet til fordringene vil følgelig utgjøre kravet til de finansielle eiendelene. Utrekningen for kravet til fordringene ser slik ut:

$$\text{Krav til fordringer} = R_f * (1 - s) + k_{rp} p_{for}$$

Kreditrisikopremien vil i denne sammenhengen ta utgangspunkt i den syntetiske ratingen til selskapet fordringene er tilknyttet. Her tar vi en antakelse om en gjennomsnittlig rating på BBB, da selskap ikke er spesifisert i notene i regnskapet. En rating på BBB tilsvarer en kort kreditrisikopremie etter skatt på 1%. Dette fører til følgende krav til fordringer og dermed krav til finansielle eiendeler:

	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente etter skatt	1,25%	1,45%	1,16%	1,29%
Kreditrisikopremie	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Krav til fordringer/finansielle eiendeler	2,25%	2,45%	2,16%	2,29%

Tabell 7.4 - Krav til finansielle eiendeler

7.3.3 Netto finansielt gjeldskrav

Med utgangspunkt i avkastningskravene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, kan vi dermed regne ut kravet til netto finansiell gjeld. Som illustrert i starten av kapittel 7.3, gjøres dette ved et vektet gjennomsnitt som hensyntar andelen disse 2 utgjør av den netto finansielle gjelden. Utrekningen for dette er fremstilt i tabell 7.5 nedenfor.

	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Finansielt gjeldskrav	6,91%	7,03%	6,58%	6,84%
Finansiell gjeld/Netto finansiell gjeld	1,0474	1,0615	1,0342	1,0477
Krav til finansielle eiendeler	2,25%	2,45%	2,16%	2,29%
Finansielle eiendeler/Netto finansiell gjeld	0,04736	0,06145	0,03418	0,04766
Netto finansielt gjeldskrav	7,13%	7,31%	6,73%	7,06%

Tabell 7.5 - Krav til netto finansiell gjeld

7.4 Beta til netto finansiell gjeld

Vi kan nå beregne de ulike betaverdiene med utgangspunkt i kravene vi har estimert hittil.

7.4.1 Finansiell gjeldsbeta

Implisitt finansiell gjeldsbeta kan beregnes med utgangspunkt i kreditt- og markedsrisikopremien (Knivsfå, 2020, F10, s. 26). Formelen ser slik ut:

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

mrd = den delen av krp som er markedsrelatert krp = kredittrisikopremien mrp = markedsrisikopremien

Fra tidligere utregninger har vi allerede verdiene for kreditt- og markedsrisikopremien. Vi trenger dermed en estimering av markedsrisikodelen. Denne kan estimeres fra en regresjon av egenkapital- og børsavkastning, med en justering til gjeldsavkastning i etterkant (Knivsfå, 2020, F10, s. 68). Kolonial er ikke å finne på børs, og vi er derfor nødt til å fastsette denne basert på skjønn. Knivsfå (2020) nevner at denne skal ligge på mellom 0 og 1, og vil vanligvis være liten (Knivsfå, 2020, F10, s. 26). Faktumet at hverken de eller deres konkurrenter er på børs, og at dagligvarer anses som nødvendighetsgoder, taler for at denne skal være lav. Vi velger dermed å sette denne til 0,2. Den finansielle gjeldsbetaen i vår analyseperiode er dermed estimert i tabell 7.6 nedenfor.

	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Kredittrisikopremie	5,66%	5,58%	5,58%	5,61%
Markedsrisikodel	0,2	0,2	0,2	0,2
Markedsrisikopremie	5,20%	5,10%	4,90%	5,07%
Beta finansiell gjeld	0,217846	0,218902	0,227837	0,221421

Tabell 7.6 - Beta til finansiell gjeld

7.4.2 Finansiell eiendelsbeta

Estimeringen av betaen til de finansielle eiendelene tar utgangspunkt i hvilke poster de finansielle eiendelene består av (Knivsfå, 2020, F10, s. 69&70). Denne betaen er derfor et

vektet gjennomsnitt av betaene til disse postene. Som nevnt i kapittel 7.3.2 består Kolonial sine finansielle eiendeler kun av fordringer, og betaen vil dermed tilsvare fordringsbetaen.

Utrekningen for fordringsbetaen ser slik ut:

$$\beta_{for} = \frac{kort\ krp * mrd}{mrp}$$

Dette gir oss følgende finansiell eiendelsbeta:

	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Kort krp	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Markedsrisikodel	0,2	0,2	0,2	0,2
Markedsrisikopremie	5,20%	5,10%	4,90%	5,07%
Beta finansielle eiendeler	0,038462	0,039216	0,040816	0,039474

Tabell 7.7 - Beta finansielle eiendeler

7.4.3 Beta til netto finansiell gjeld

Videre benytter vi estimatene for finansiell gjelds- og eiendelsbeta for å beregne betaen til netto finansiell gjeld.

	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Finansiell gjeld/Netto finansiell gjeld	1,0474	1,0615	1,0342	1,0477
Beta finansiell gjeld	0,2178	0,2189	0,2278	0,2215
Finansielle eiendeler/Netto finansiell gjeld	0,0474	0,0615	0,0342	0,0477
Beta finansielle eiendeler	0,0385	0,0392	0,0408	0,0395
Beta netto finansiell gjeld	0,2263	0,2299	0,2342	0,2302

Tabell 7.8 - Beta netto finansiell gjeld

7.5 Avkastningskravet til totalkapitalen

For avkastningskravet til totalkapitalen vil vi benytte netto driftskrav. Som vi nevnte i kapittel 7.1 tilsvarer avkastningskravet til totalkapitalen, summen av vekta krav til egenkapitalen, minoriteten og netto finansiell gjeld. Vi benytter først gjennomsnittlige betaverdier og vektorer for å estimere en netto driftsbeta (Knivsflå, 2020, F10, s. 74). Vektene som benyttes for 2019 tilsvarer gjennomsnittet mellom 2017 og 2018, for å slippe noen av konsekvensene fra den

negative balanseførte egenkapitalen i 2019. Videre sier ”Miller - Modigliani proposition 1” at et selskaps verdi ikke er avhengig av finansieringskilde (Knivsflå, 2020, F10, s. 76). Dermed vil netto driftsbeta holdes konstant. Egenkapitalbetaen vil derimot øke med et selskaps gjeldsgrad, og derfor benyttes den konstante driftsbetaen sammen med kapitalvektene for å estimere årlig egenkapitalbeta (Knivsflå, 2020, F10, s. 80).

	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Beta til egenkapital	0,7672	0,8876	0,8173	0,8200
* Egenkapital/Netto driftskapital	0,5500	0,4492	0,4996	0,4996
+ Beta til egenkapital	0,7672	0,8876	0,8173	0,8200
* Minoritetsinteresser/Netto driftskapital	0,0033	0,0004	0,00013	0,0013
+ Beta til netto finansiell gjeld	0,2263	0,2299	0,2342	0,2302
* Netto finansiell gjeld/Netto driftskapital	0,4467	0,5504	0,5003	0,4992
=Netto driftsbeta	0,5256	0,5256	0,5256	0,5256

Tabell 7.9 - Netto driftsbeta

Da egenkapitalkravet vil videre endre seg med endringene i egenkapitalbetaen vil egenkapitalkravet og dermed netto driftskravet bli følgende:

	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Krav til egenkapital	0,06639	0,07377	0,06565	0,06860
*Egenkapital/Netto driftskapital	0,54999	0,44917	0,49958	0,49958
+ Krav til minoritetsinteresser	0,07639	0,08377	0,07565	0,07860
*Minoritetsintresser/Netto driftskapital	0,00327	0,00039	0,00013	0,00126
+ Krav til netto finansiell gjeld	0,07135	0,07314	0,06729	0,07059
* Netto finansiell gjeld/Netto driftskapital	0,44674	0,55044	0,50029	0,49916
=Netto driftskrav	0,06864	0,07342	0,06647	0,06961

Tabell 7.10 - Netto driftskrav

8. Analyse av lønnsomhet

I dette kapitlet skal vi se nærmere på lønnsomheten og den strategiske fordel til Kolonial. Vi ønsker å finne ut av om de har en strategisk fordel og hva kilden til en eventuell fordel er. Lønnsomhet er viktig for et selskaps vekst og overlevelse, i tillegg til at det er et tegn på soliditet. Vi vil utføre en analyse av Kolonial sin lønnsomhet og foreta ulike rentabilitetsmålinger. *Rentabiliteten til en kapital er et forholdstall som uttrykker hvor mye kapitalen kaster av seg i form av prosentvis rente* (Knivsflå, 2020, F11, s. 5). Disse målingene vil gi oss et godt grunnlag for å sammenligne lønnsomheten over tid og med Bunnpris. Siden Kolonial er en oppstartsbedrift og generelt har hatt dårlig lønnsomhet, viser utregningene lite annet enn forbedring fra år til år. Allikevel har vi fått bruk for mange av utregningene senere i oppgaven, og har derfor valgt å inkludere alle disse. Finansieringsfordelen viser seg å ikke gi nødvendig informasjon, og vi har derfor valgt å inkludere denne i appendix A bakerst i oppgaven. Vi vil benytte de omgrupperte og justerte tallene fra kapittel 5, og kravene som ble estimert i kapittel 7. Våre funn vil videre bli benyttet i fremtidsregnskapet i neste kapittel.

8.1 Strategisk fordel

Vi skal avdekke om det foreligger en strategisk fordel og vil fokusere på den strategiske rentabilitetsanalysen som ser på avvik fra målestokk. Vi vil se på avviket mellom egenkapitalrentabilitet (ekr) og kravet til egenkapital (ekk). Dette vil hjelpe oss med å fastslå om Kolonial er lønnsomt, og ser på avkastningen som genereres utover avkastningskravet. De anses som lønnsomme dersom «ekr» er større enn «ekk». (Knivsflå, 2020, F11, s.13). Dette betyr at de er i stand til å skape en strategisk fordel hvis denne er positiv.

Avkastningskravene som blir benyttet i dette kapitlet vil ikke tilsvare de som vi beregnet i kapittel 7. I en lønnsomhetsanalyse virker det mer hensiktsmessig å ta utgangspunkt i krav som tar større hensyn til risiko. Dette gjøres gjennom en justering av betaen, som vanligvis gjøres gjennom en netto finansiell gjeldsgrad. Kapitalstrukturen fra det historiske regnskapet er derimot rotete, og vi valgte en annen tilnærming. En alternativ måte blir fremstilt av Damodaran (2012), hvor netto finansiell gjeldsgrad erstattes med selskapets kostnadsstruktur (Damodaran 2012, s. 483). Vi benytter en unlevered beta som vi henter fra samme sted som i

kapittel 7.2.2, og ganger denne med følgende ledd: $(1+(FK/VK))$, altså faste kostnader delt på variable. Dette gjøres forenklet ved å benytte varekostnader som variable, og lønn og andre driftskostnader som faste, da det ikke antydes at disse øker i takt med volumøkningen i analyseperioden. Det regnes derimot med at disse inneholder en del distribusjonskostnader tilknyttet hjemleveringstjenesten, som kan anses å være variable. Vi anser fortsatt denne metoden som et bedre alternativ fremfor å benytte netto finansiell gjeldsgrad. Videre fulgte utregningen frem til netto driftskrav samme steg som i kapittel 7.

8.1.1 Egenkapitalrentabilitet

Vi vil beregne historisk rentabilitet og deretter sammenligne det opp mot avkastningskravene. Vi vil bruke følgende formel for egenkapitalrentabilitet:

$$ekr_t = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + (\Delta EK - NRE_t)/2}$$

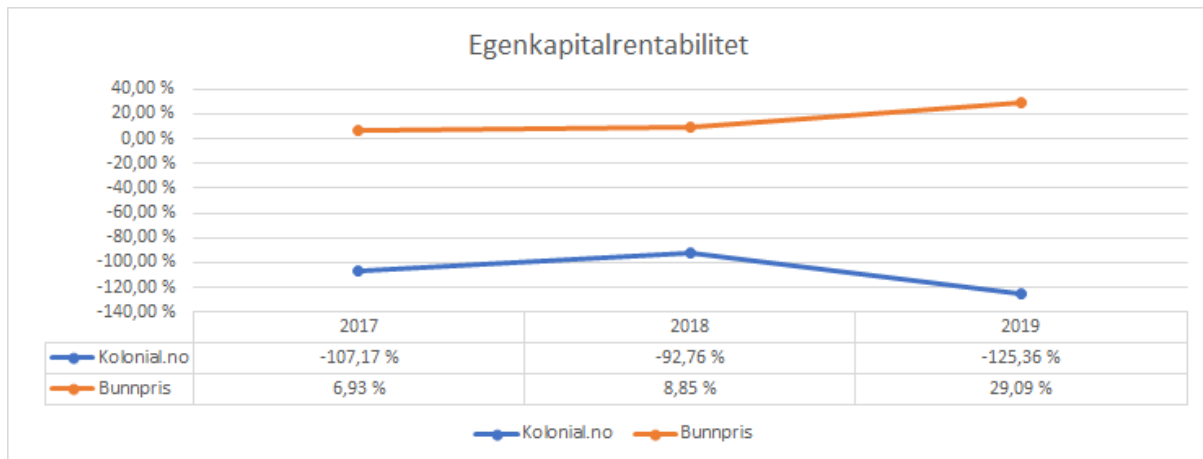
ekr_t= Egenkapitalrentabilitet, NRE_t= Nettoresultat til egenkapital, EK_{t-1}= Inngående egenkapital, Endring egenkapital

Ved å benytte de omgrupperte og justerte tallene fra kapittel 5 får vi følgende egenkapitalrentabilitet for Kolonial og Bunnpris:

	2017	2018	2019	Tidsvektet
Egenkapitalrentabilitet Kolonial.no	-107,17 %	-92,76 %	-125,36 %	-108,43 %
Egenkapitalrentabilitet Bunnpris	6,93 %	8,85 %	29,09 %	14,95 %

Tabell 8.1 – Egenkapitalrentabilitet for Kolonial.no og Bunnpris, 2017-2019

Videre bruker vi disse utregningene for å lage en graf som illustrerer funnene våre bedre. Vi kan lettere sammenligne deres rentabilitet mot bransjesnittet og det er enklere å se den historiske utviklingen for både Kolonial og Bunnpris. Resultatet er presentert i figuren under:



Figur 8.1 – Utvikling i egenkapitalrentabilitet for Kolonial.no og Bunnpris, 2017-2019

Vi ser at Kolonial og Bunnpris har hatt en ulik utvikling når det gjelder trend. Som forventet er deres egenkapitalrentabilitet veldig negativ. Årsaken til dette er at de er en oppstartsbedrift og ikke er like etablerte slik som Bunnpris. Det som også har påvirket denne rentabiliteten er at det har blitt gjennomført emisjoner som har medført ekstra kapitalinnskudd. Det betyr at Kolonial måtte ha økt nettoresultat til egenkapital for å kompensere for dette, og det har de ikke klart enda.

8.1.2 Superrentabilitet

Superrentabilitet er gitt ved følgende formel:

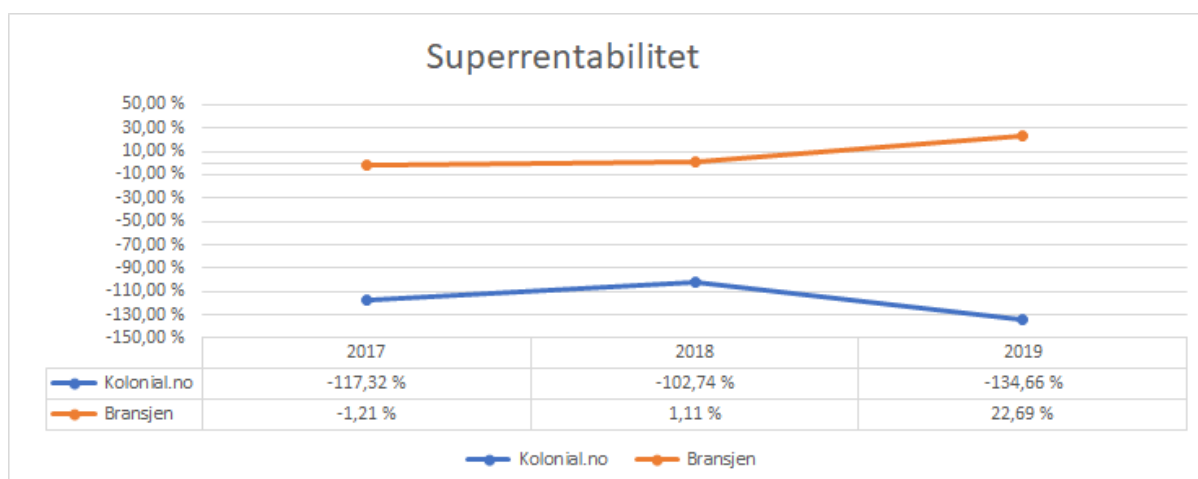
$$\text{Superrentabilitet} = \text{Egenkapitalrentabilitet} - \text{Egenkapitalkrav}$$

Vi bruker egenkapitalrentabiliteten vi nettopp fant, og avkastningskravene fra forrige kapittel for å regne ut superrentabiliteten. Resultatet er presentert i tabellen under:

Kolonial.no				
	2017	2018	2019	Tidsvektet
Egenkapitalrentabilitet	-107,17 %	-92,76 %	-125,36 %	-108,4 %
- Egenkapitalkrav	10,15 %	9,98 %	9,30 %	9,81 %
= Superrentabilitet	-117,3 %	-102,7 %	-134,7 %	-118,24 %

Bransjen				
	2017	2018	2019	Tidsvektet
Egenkapitalrentabilitet	6,93 %	8,85 %	29,09 %	14,95 %
- Egenkapitalkrav	8,14 %	7,74 %	6,40 %	7,53 %
= Superrentabilitet	-1,21 %	1,11 %	22,69 %	7,53 %

Tabell 8.2 - Superrentabilitet for Kolonial.no og Bunnpris, 2017-2019



Figur 8.2 – Utvikling i superrentabilitet for Kolonial.no og Bunnpris, 2017-2019

Vi ser at Kolonial har hatt en gjennomsnittlig strategisk ulempe på 118,24 % i vår analyseperiode. De har altså ikke klart å generere superrentabilitet og vi ser at Bunnpris skaper en strategisk fordel i 2018 og 2019. Vi har videre lyst til å få en dypere innsikt i de underliggende kildene til den strategiske ulempen. Disse består av driftsfordel og finansieringsfordel. Driftsfordel er videre delt opp i bransjefordel fra drift, ressursfordel fra drift og gearingfordel fra drift. Vi får dermed følgende formel for den strategiske fordelen:

$$\begin{aligned}
 \text{Strategisk fordel (SF)} &= \text{Bransjefordel fra drift (BFD)} + \text{Ressursfordel fra drift (RFD)} \\
 &+ \text{Gearingfordel fra drift (GFD)} + \text{Finansieringsfordel (FF)}
 \end{aligned}$$

8.2 Driftsfordel – Bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel

Slik vi snakket om i forrige delkapittel, består driftsfordelen av tre komponenter.

Bransjefordelen er noe som er felles for alle i bransjen. På ressursfordelene er fokuset på Kolonial og sier noe om deres fordel i forhold til bransjen. For å kartlegge disse forholdene er vi nødt til å foreta en strategisk analyse av deres interne ressurser. Begge disse analysene har vi allerede gjort i kapittel 4 og vil derfor bruke dette som utgangspunkt. Disse to komponentene vil gi oss et bilde av den rene strategiske fordelen (SFD) (Knivsflå, 2020, F11, s. 34). Gearingfordelen er der for å skalere opp den strategiske fordelen i driften ved bruk av

netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser relativt til egenkapital (Knivsflå, 2020, F11, s. 37). Dette gjøres bare dersom driften er lønnsom.

$$ndr = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK - NDR_t)/2}$$

NDR = netto driftsresultat, NDK = Netto driftseiendeler, NDK 1-t = Netto driftseiendeler året før, Endring netto driftseiendeler

	2017	2018	2019	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet	-101,17 %	-55,77 %	-37,77 %	-64,90 %
- Netto driftskrav	13,78 %	14,23 %	23,38 %	17,13 %
= Ren driftsfordel	-114,95 %	-70,01 %	-61,15 %	-82,04 %

Tabell 8.3 – Ren driftsfordel for Kolonial.no, 2017-2019

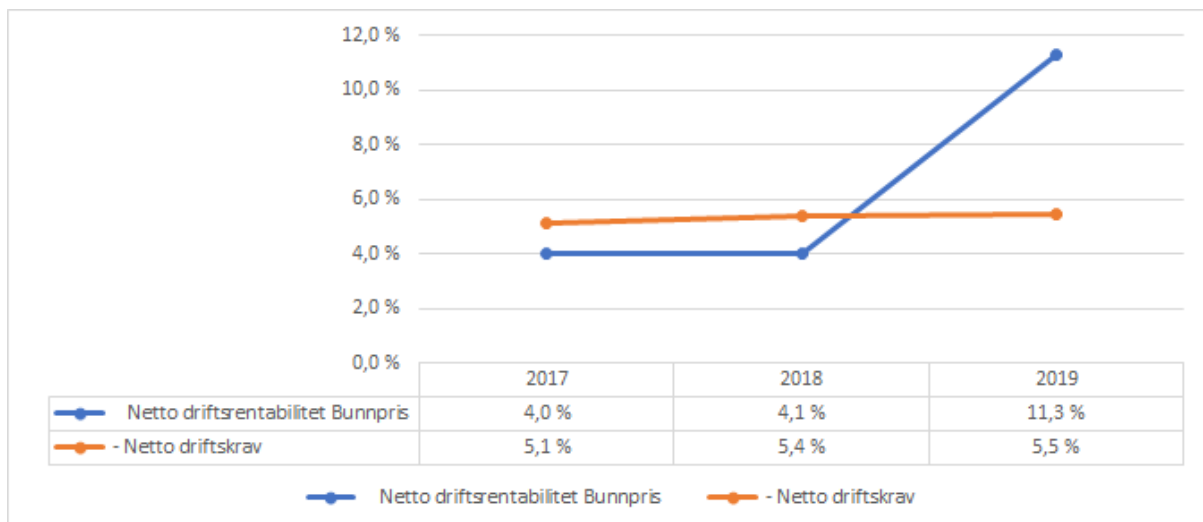
Vi ser at Kolonial har hatt en gjennomsnittlig driftsulempe på 82,04 %. Den rene strategiske ulempen har vært svært negativ det første året, og har etterhvert halvert seg i 2018 og 2019. Vi skal nå dele dette tallet opp i bransjefordel og ressursfordel for å se hva som er kilden.

8.2.1 Bransjefordel

En næring opplever en bransjefordel når netto driftsrentabilitet til bransjen er høyere enn driftskravet ($ndrB - ndk > 0$) (Knivsflå, 2020, F11, s. 35). Slik vi så i kapittel 4, vil fordelen påvirkes av bransjens muligheter og trusler. Vi får følgende tall med våre justerte og omgrupperte tall fra kap 5:

	2017	2018	2019	Tidsvektet
Netto driftsrentabilitet Bunnpris	4,0 %	4,1 %	11,3 %	6,45 %
- Netto driftskrav	5,1 %	5,4 %	5,5 %	5,31 %
= Bransjefordel drift	-1,12 %	-1,32 %	5,84 %	1,13 %

Tabell 8.4 – Bransjefordel drift for Kolonial.no, 2017-2019



Figur 8.3 – Utvikling i bransjefordel, 2017-2019

Vi ser at Bunnpris har opplevd en fordel knyttet til drift, og det betyr at netto driftsrentabiliteten til Bunnpris er høyere enn netto driftskrav. De har hatt en gjennomsnittlig fordel på 1,13 % hvor særlig det siste året har vært spesielt gunstige. Vi ser at dette er noe lavere enn funnet vårt i kapittel 4 om en moderat til liten strategisk fordel. Vi må huske på at vi her kun tar utgangspunkt i Bunnpris, og bransjegjennomsnittet ville vært mye høyere dersom vi hadde inkludert Rema 1000, NorgesGruppen og Coop.

8.2.2 Ressursfordel

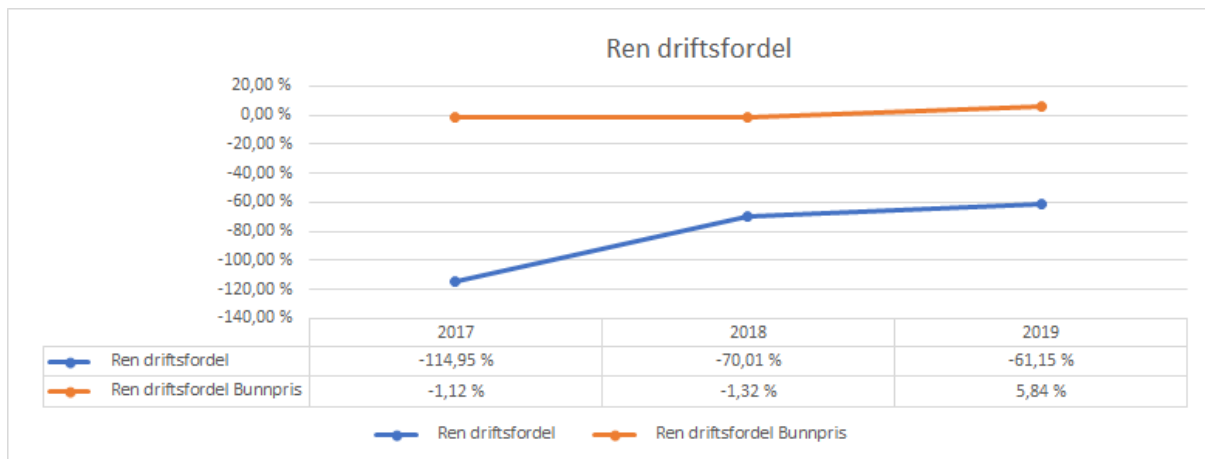
En virksomhet har ressursfordel når de har en større rentabilitet enn bransjen ($ndr - ndr_B > 0$). Dette er tilfellet når en virksomhet utnytter deres interne ressurser mer effektivt eller hvis de har verdifulle interne ressurser. (Knivslå, 2020, F11, s. 36). Vi bruker følgende formel for å regne ut ressursfordel fra drift:

$$RFD = ndr - ndr_B + ndk_B - ndk$$

ndr = netto driftsrentabilitet Kolonial.no/Bransjen, ndk = netto driftskrav Kolonial.no/bransjen Kilde:(Knivslå 2020, F11, s. 36)

	2017	2018	2019	Tidsvektet
Ren driftsfordel	-114,95 %	-70,01 %	-61,15 %	-82,04 %
- Ren driftsfordel Bunnpris	-1,12 %	-1,32 %	5,84 %	1,13 %
= Rentabilitetsfordel	-113,84 %	-68,69 %	-66,99 %	-83,17 %

Tabell 8.5 – Rentabilitetsfordel for Kolonial.no, 2017-2019



Figur 8.4 – Utvikling i rentabilitetsfordel for Kolonial.no og Bunnpris, 2017-2019

Ut ifra tabellen og grafen, ser vi at Kolonial har hatt en ressursulempe i analyseperioden. Den var på sitt laveste i 2017 når den lå på -113.84 %. Den gjennomsnittlige ulempen i perioden var på 83.17%, men det er verdt å merke seg at ressursulempen har vært fallende de siste årene. Her er det mest lønnsomheten som påvirker resultatet og ikke så mye ressursene de har internt i bedriften. I kapittel 4.3 konkluderer vi med at de har en rekke ressurser som kan skape et konkurransefortrinn og at de har en moderat ressursfordel. Vi anser derfor at moderat ressursfordel som rimelig ut ifra analysen i kapittel 4.3.

Dekomponering av rentabilitetsfordel

Den gjennomsnittlige rentabilitetsulempen på 83,17 % kan videre dekomponeres i en marginfordel og en omløpsfordel slik at rentabilitetsfordelen er summen av marginalfordel og omløpsfordel. Vi vil ta i bruk DuPont-modellen for å gjennomføre dette:

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



ndm = netto driftsmargin (netto driftsresultat/driftsinntekter), $onde$ = omløpet til netto driftseiendeler (driftsinntekter/netto driftseiendeler) (Knivsfå, 2020, F12, s. 28)

Netto driftsmargin måler evnen til å skape netto driftsresultat per krone i driftsinntekt og er et mål på lønnsomhet. Omløpet til netto driftseiendeler måler evnen til å skape driftsinntekt per krone investert i drift og er et effektivitetsmål. (Knivsfå, 2020, F12, s. 27)

Marginfordel

Marginfordel er skapt av ressurser som gir kostnadsfordeler per krone omsatt. *Virksomheten vil ha en marginfordel dersom de har lavere driftskostnad per krone i driftsinntekt enn bransjen og dermed en høyere netto driftsmargin* (Knivsfå, 2020, F12, s. 28-29)

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

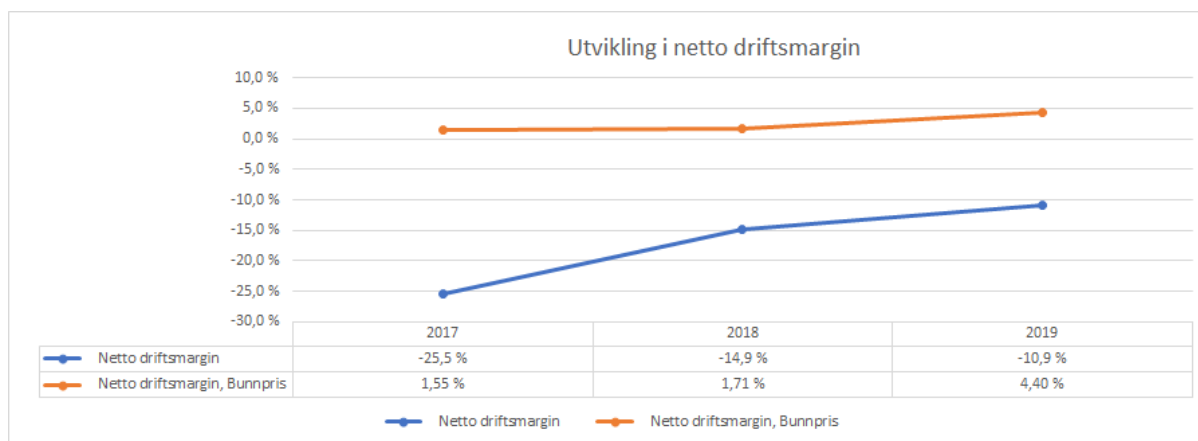
$$\text{Netto driftsmargin} = \frac{\text{NDR}}{\text{DI}}$$

$$\text{onde} = \frac{\text{DI}}{\text{NDE}} = \text{ndr} = \frac{\text{DI}}{\text{NDE}_{t-1} + (\Delta\text{NDE} - \text{NDR}_t)/2}$$

ndm = netto driftsmargin onde = vekt – omløp til netto driftskapital NDR = netto driftsresultat DI = driftsinntekt
NDE = netto driftseiendeler (Knivsfå, 2020, F12, s.31 & 41)

	2017	2018	2019	Tidsvektet
Netto driftsmargin	-25,5 %	-14,9 %	-10,9 %	-17,10 %
Netto driftsmargin, Bunnpris	1,55 %	1,71 %	4,40 %	2,55 %
= Uvektet marginfordel	-27,1 %	-16,6 %	-15,3 %	-19,65 %
* Omløpet til netto driftseiendel	3,965	3,744	3,469	3,726
= Marginfordel	-107,3 %	-62,2 %	-53,0 %	-74,17 %

Tabell 8.6 – Marginfordel for Kolonial.no, 2017-2019



Figur 8.5 – Utvikling i netto driftsmargin for Kolonial.no og Bunnpris, 2017-2019

Fra grafen og beregningene ser vi at vi har en gjennomsnittlig marginulempe på 74,17 %. Den viser at Kolonial har hatt lavere margin enn Bunnpris gjennom analyseperioden. For å få et klarere bilde av kilden til marginulempen, vil vi utføre en «common-size»-analyse der alle resultatpostene presenteres i prosent av driftsinntektene. (Knivsflå, 2020, F11, s. 35).

	2017	2018	2019	Tidsvektet	Bunnpris	Avvik
Driftsinntekter	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100 %	100,0 %	0,0 %
Varekostnad	74,48 %	68,67 %	66,53 %	69,9 %	60,5 %	-9,4 %
Lønn	26,31 %	22,79 %	18,77 %	22,6 %	13,7 %	-8,9 %
Andre driftskostnader	30,23 %	25,61 %	26,38 %	27,4 %	16,6 %	-10,8 %
Avskrivinger	1,57 %	1,97 %	2,23 %	1,9 %	6,0 %	4,1 %
Driftsresultat fra egen virksomhet	-32,59 %	-19,03 %	-13,91 %	-21,8 %	3,2 %	-25,1 %
Driftsrelatert skattekostnad	-7,08 %	-4,13 %	-3,02 %	-4,7 %	0,7 %	-5,5 %
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	-25,51 %	-14,90 %	-10,89 %	-17,1 %	2,5 %	-19,6 %
Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,0 %	0,1 %	-0,1 %
Netto driftsresultat	-25,51 %	-14,90 %	-10,89 %	-17,1 %	2,6 %	-19,7 %

Tabell 8.7 – Common size-analyse for Kolonial.no, 2017-2019

En negativ vekt i kostnadsposten tilsier en ulempe. Vi ser at det største avviket er posten “andre driftskostnader” der de har en ulempe på 10,8 %. Den viktigste kostnadsposten for både Kolonial og Bunnpris er varekostnaden. Vi ser at det er et negativt avvik på 9,4 %, og det betyr at de betaler mer for varene enn Bunnpris sammenlignet med inntektene. Gjennom årene har denne differansen gått ned, men det er fortsatt en stor forskjell. Varekostnaden utgjør naturligvis en stor andel i dagligvare, og vi ser at varekostandsulempen har gått ned for hvert år der den utgjorde 74,48 % i 2017 og ligger nå på 66,53 % i 2019. Ytterligere 10 % lavere varekostnad hadde forbedret resultatet deres med over 80 millioner kroner. Dette stemmer overens med diskusjonen vår om prisdiskriminering og leverandørens forhandlingsmakt i kapittel 4. Grunnen til at denne forskjellen oppstår er på grunn av

innkjøps samarbeidet mellom Bunnpris og Norgesgruppen slik vi snakket om i kapittel 2.2.3. Videre ser vi at lønnskostnadene utgjør en større del for Kolonial enn Bunnpris der de har et gjennomsnittlig avvik på 8,9 %. Vi ser derimot at forholdet mellom driftsinntekter og lønnskostnader har utgjort 26,31 % i 2017, der den har gått ned til 18,77 % i 2019. Dette kan forklares med at de har automatisert en rekke prosesser med teknologi og vi ser det fra avskrivningene som øker for hvert år.

Omløpsfordel

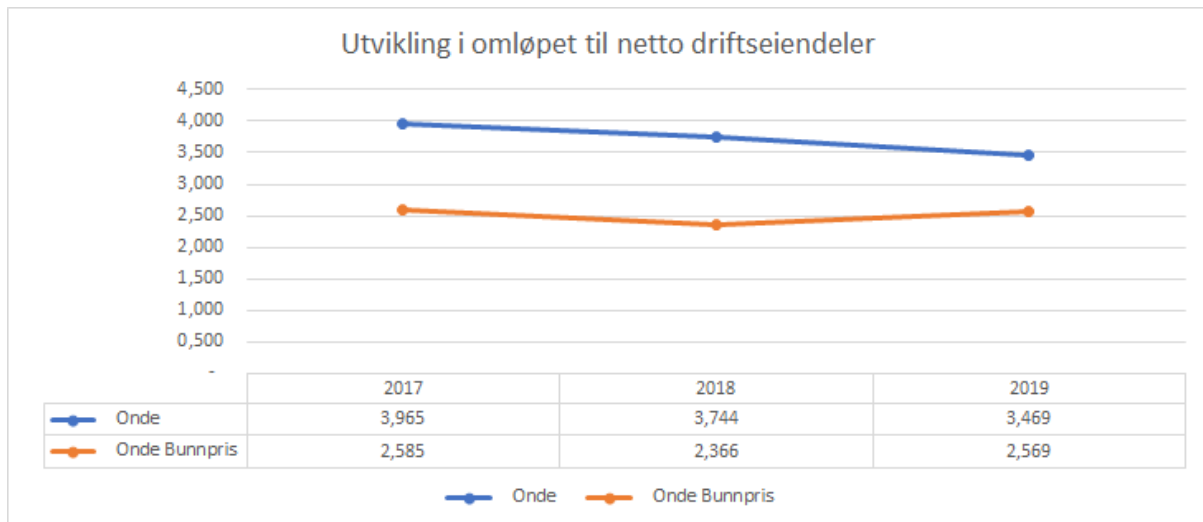
Omløpsfordel er skapt av ressurser som gir en bedre evne til å skape driftsinntekt per krone investert. *Virksomheten vi ha en omløpsfordel dersom de har høyere driftsinntekt per krone investert eller har høyere kapitalbinding per krone omsatt enn bransjen.* (Knivsflå, 2020, F12, s. 28-29)

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

$$\text{onde} = \frac{DI}{NDE} = \frac{DI}{NDE_{t-1} + (\Delta NDE - NDR_t)/2}$$

	2017	2018	2019	Tidsvektet
Onde	3,965	3,744	3,469	3,73
Onde Bunnpris	2,585	2,366	2,569	2,51
= Uvektet omløpsfordel	1,380	1,378	0,901	1,22
Netto driftsmargin Bunnpris	1,55 %	1,71 %	4,40 %	2,55 %
= Omløpsfordel	2,13 %	2,36 %	3,96 %	2,82 %

Tabell 8.8 – Omløpsfordel for Kolonial.no, 2017-2019



Figur 8.6 – Utvikling i omløpet til netto driftseiendeler for Kolonial.no og Bunnpris, 2017-2019

I figur 8.6 ser vi at Kolonial ligger over Bunnpris gjennom hele analyseperioden. De kan vise til en tidsvektet omløpsfordel på 2,82 %. Kolonial har dermed i større grad klart å generere mer inntekter per krone investert enn bransjen.

8.2.3 Gearingfordel drift

Gearingfordelen er der for å skalere opp den strategiske fordelene i driften ved bruk av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser relativt til egenkapital. Det er en fordel å geare driften, det vil si låne penger som blir investert i drift, bare så lenge driften er lønnsom. Grunnen til at det er en driftsfordel og ikke en finansieringsfordel er fordi kilden til fordelene er en lønnsom drift, og fordelene blir skalert med gearing. (Knivslå, 2020, F11, s. 37). Vi bruker følgende formel for gearingfordel:

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

$$\text{Gearing} = nfgg + mig = fgg - feg + mig$$

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad (netto finansiell gjeld/ egenkapital), mig = minoritetsgrad (minoritet/ egenkapital) Kilde: (Knivslå, 2020, F11, s. 21)

$$mig = \frac{MI_{t-1} + (\Delta MI_t - NMR_t)/2}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2}$$

$$feg = \frac{FE_{t-1} + (\Delta FE_t - NFI_t)/2}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2}$$

$$f9g = \frac{FE_{t-1} + (\Delta FG_t - NFK_t)/2}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2}$$

	2017	2018	2019	Tidsvektet
Ren driftsfordel	-114,95 %	-70,01 %	-61,15 %	-82,04 %
* Netto finansiell gjeldsgrad	0,017	0,170	0,469	0,219
Ren driftsfordel	-114,95 %	-70,01 %	-61,15 %	-82,04 %
* Minoritetsgrad	0,00010	0,00103	0,00062	0,00017
= Gearingfordel	-2,02 %	-11,97 %	-28,66 %	-14,22 %

Tabell 8.9 – Gearingfordel for Kolonial.no, 2017-2019

Slik vi snakket om så er det en fordel å geare driften bare så lenge driften er lønnsom, og det har ikke Kolonial vært. Vi ser at de har hatt en tidsvektet ulempe på 14,22 %. Ut i fra og tabellen, ser vi at gearing har hatt en negativ utvikling gjennom årene. Dette henger sammen med dårlige resultater som har minket egenkapitalen, i tillegg til økt finansiell gjeld som følge av investeringer og vekst. Det er lønnsomt å gire opp investeringene dersom $ndr > ndk$, og slik vi har sett så har Kolonial ikke klart dette.

8.4 Oppsummering superrentabilitet

Slik vi snakket om innledningsvis, er utregningene til finansieringsfordelen presentert i appendix A. Vi ønsket å få større innsikt ved å dekomponere superrentabiliteten, og det endelige resultatet av våre funn er presentert i tabellen under.

	2017	2018	2019	Tidsvektet
Bransjefordel drift	-1,12 %	-1,32 %	5,84 %	1,13 %
+ Ressursfordel drift	-113,84 %	-68,69 %	-66,99 %	-83,17 %
= Ren driftsfordel	-114,95 %	-70,01 %	-61,15 %	-82,04 %
+ Gearingfordel drift	-2,02 %	-11,97 %	-28,66 %	-14,22 %
= Driftsfordel	-116,97 %	-81,98 %	-89,81 %	-96,25 %
+ Finansieringsfordel NFG	0,13 %	0,46 %	6,60 %	2,40 %
+ Finansieringsfordel MI	0,00 %	-0,26 %	-0,19 %	-0,15 %
= Strategisk fordel	-116,83 %	-81,77 %	-83,41 %	-94,00 %

Tabell 8.15 – Strategisk fordel for Kolonial.no, 2017-2019

Dekomponeringen viser en lav fordel fra både bransjen, og slik vi nevnte tidligere så skyldes dette hovedsakelig av at bransjen kun består av Bunnpris. Hvis de større kjedene hadde vært inkludert så ville denne fordelingen naturlig vært mye større. Fordelen er på henholdsvis 1,13 % for bransjen og -83,17 % fra ressursfordelen. I kapittel 4 kom vi derimot frem til en moderat ressursfordel, og vi mener at ressursulempen i dette kapitlet ikke reflekterer de styrken på deres interne ressurser.

Lover og regler har gjort det vanskelig å være konkurransedyktig, og blant annet importvernet har indirekte ført til at leverandørene har klart å opparbeide seg en stor forhandlingsmakt. Nyetableringer har slitt veldig på grunn av dette, siden de ikke klarer å opparbeide seg et stort volum på så kort tid for å få bedre innkjøpsbetingelser. De andre etableringshindringene reduserer konkurransen fra nye etableringer, men øker den interne konkurransen i bransjen. Med utgangspunkt i vår VRIO-analyse fant vi at den største konkurransemessige ulempen ligger i størrelsen. Som en relativt nyetablert aktør er det vanskelig å kapre store markedsandeler fra de største aktørene. Med alle eksisterende stordriftsfordeler i markedet, medbringer det store utfordringer ved å være en mindre aktør. De har en unik kompetanse med å drive dagligvare på nett, og det konseptet skiller seg veldig ut i markedet. Vi har derfor en sterk tro på at de vil gjøre det bra i fremtiden etterhvert som de opparbeider seg et større volum og kaprer større markedsandeler. Vi forventer at bransjefordelene også vil være høyere enn nivået vi kom frem til hvis de store aktørene blir tatt med i beregningene. Ressursfordelene vil derimot minke noe i fremtiden på grunn av at aktørene begynner å følge etter på konseptet deres.

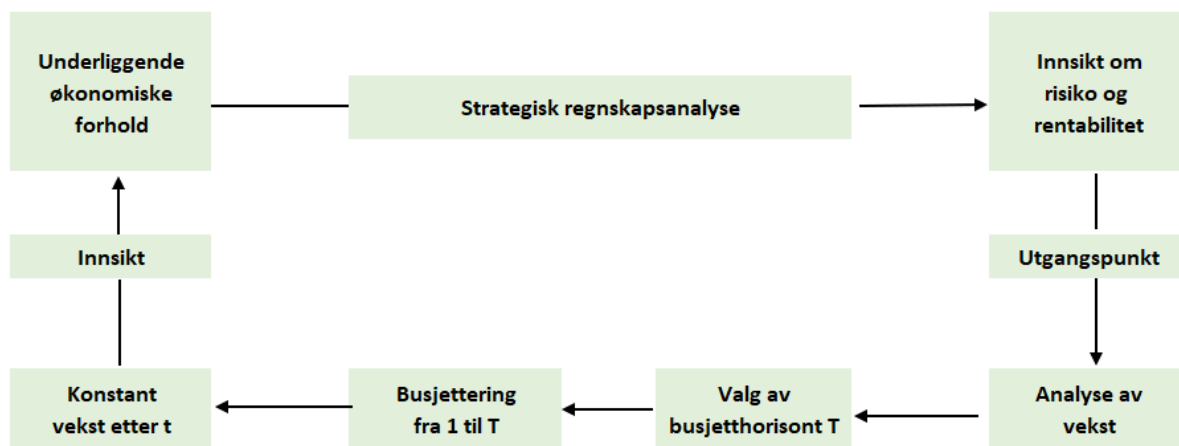
Fra common size-analysen fant vi ut at varekostnadene var mye høyere hos Kolonial sammenlignet med bransjen. Slik vi snakket om i kapittel 4.1.1, kom konkurransetilsynet med en rapport som kartla hvor store prisforskjellene var mellom NorgesGruppen og de andre aktørene i markedet. De kom frem til at NorgesGruppen oppnår mellom 0 og 15 % bedre betingelser for sitt innkjøpsvolum, og siden Bunnpris har et innkjøpssamarbeid med de, var en lavere varekostnad forventet. Videre ser vi at gearingfordel utgjør en stor del av den strategiske ulempen med en gjennomsnittlig verdi på 14,22 %. Beregningene våre viser en finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld og minoritet, og utgjør bare en liten del. Samlet utgjør den strategiske ulempen 94,00 %.

9. Fremtidsregnskap

I dette kapitlet skal vi sette grunnlaget for videre verdsettelse av Kolonial. Vi har i tidligere kapitler utført flere regnskapsanalyser for analyseperioden. Disse vil videre benyttes for budsjettering av fremtidig resultat, balanse og kontantstrømmer, men strategiske analyser gjennomført i kapittel 4 vil derimot vektlegges mer for framskrivingen.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Vi vil ta utgangspunkt i rammeverket til Knivsflå (2019) for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Dette rammeverket består hovedsakelig av 4 steg, og dette illustreres i figur 9.1 (Knivsflå, 2019, F14, s. 5).



Figur 9.1 - Rammeverk fremtidsregnskap

Vi skal altså starte med å analysere den historiske veksten i driftsinntektene for å kunne budsjettere fremtidig vekst. Budsjettorisonsten T fastsettes deretter. Dette er året hvor budsjetteringen går inn i «steady state», som vil si at alle budsjettdriverne blir konstante. Dette kalles også for «konstant vekst» (Knivsflå, 2019, F14, s. 9). Videre vil vi budsjettere regnskapsposter som er sentrale for verdiskapningen fra år 1 til T. I siste steg estimeres årlig konstant vekst fra og med «steady state».

9.2 Analyse av vekst

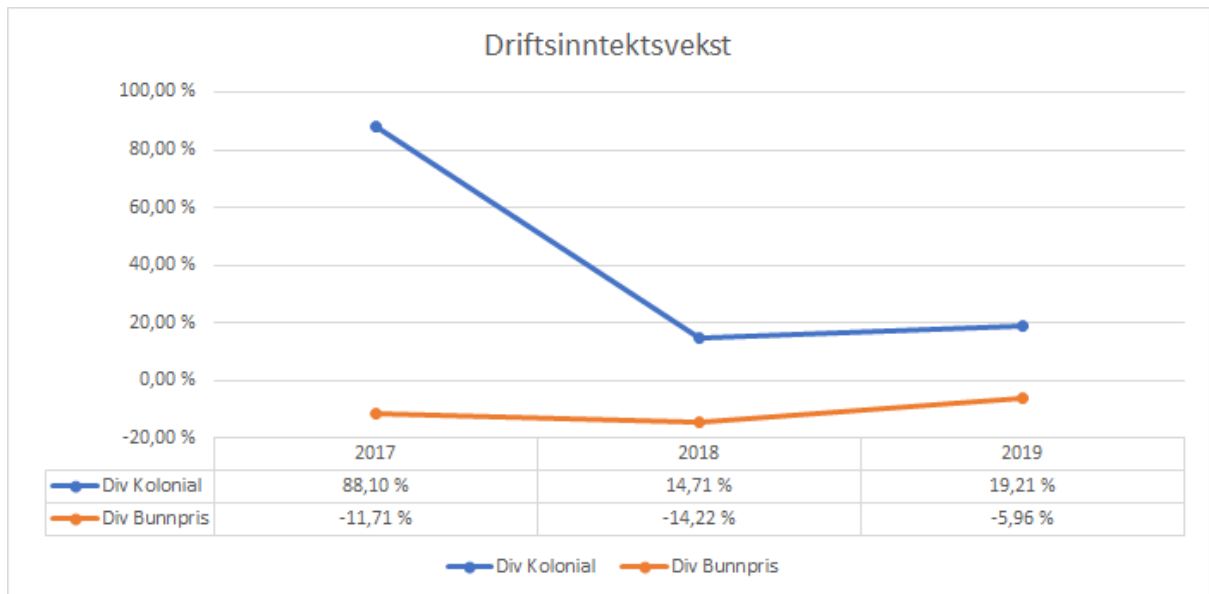
Innenfor vekstanalyse finnes det to typer metoder en kan benytte. Disse er analyse av resultatvekst eller kapitalvekst (Knivsflå, 2020, F14, s. 54). Ved bruk av resultatvekst, vil historisk utvikling i driftsinntektene sette grunnlaget. Analyse av kapitalvekst ser derimot mer direkte på veksten i egenkapitalen, og er introdusert som en løsning på stabilitetsutfordringer knyttet til resultatvekst, da kapitalveksten gjerne er mer stabil (Knivsflå, 2020, F14, s. 61&62). Disse metodene er sterkt tilknyttet da resultatet er den fremste grunnen til endringen i egenkapitalen, og den andre grunnen er kapitalinnskudd. Vi vil i vårt tilfelle ta utgangspunkt i resultatveksten, da vi anser denne som mer informativ. Som en relativt nyetablert bedrift med årlige underskudd, har kapitalinnskudd vært mye benyttet og nødvendig for videre drift. Kapitalendringene over vår analyseperiode inneholder derfor for mye støy, og benyttelse av disse kunne potensielt gi oss feilaktig resultat grunnet den negative egenkapitalen som kom frem i 2019 etter finansiering gjennom konvertible lån fremfor emisjoner.

Videre vil vi dermed analysere veksten i driftsinntektene gjennom vår analyseperiode. Dette gjøres enkelt ved å se på den prosentvise endringen, og vi benytter følgende formel (Knivsflå, 2020, F14, s. 57):

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

	2017	2018	2019
Div Kolonial	88,10%	14,71%	19,21%
Div Bunnpris	-11,71%	-14,22%	-5,96%

Tabell 9.1 - Driftsinntektsvekst Kolonial og Bunnpris



Figur 9.2 - Driftsinntektsvekst Kolonial og Bunnpris

Dette gir oss en gjennomsnittlig driftsinntektsvekst på 40,67 % for kolonial og -10,63 % for Bunnpris. Det kommer tydelig frem i tabell 9.1 at gjennomsnittet i stor grad blir trukket opp av veksten fra 2016 til 2017 på 88,1%. Dette omfatter en økning fra omtrentlig 425 000 til 800 000. Denne økningen vil bli mindre vektlagt i videre budsjettering, da en så stor prosentvis økning er mer naturlig når en allerede befinner seg på et lavere inntektsnivå. Vi ser også at Bunnpris hadde en reduksjon i driftsinntektene i perioden. Dette er til tross for en økning på over 100 % i driftsresultatet, og den reelle resultatveksten har dermed vært positiv.

9.3 Valg av budsjettthorisont T

Videre vil vi avgrense hvor mange år budsjetteringen av fremtidsregnskapet skal strekke seg over. Dette gjøres ved å fastsette budsjettthorisonten. Budsjettthorisonten representerer hvilket år det antas at bedriften går inn i «steady state». Som nevnt i kapittel 9.1 innebærer dette at videre utvikling er konstant. Her anses det å være rimelig at den konstante veksten i et selskap ikke kan overstige den langsiktige veksten i verdensøkonomien (Knivsflå, 2020, F14, s. 13). Lengden på budsjettperioden vil derfor være særlig avhengig av når en forventer at virksomheten går inn i en «steady state». Kaldestad og Møller (2016) omtaler dette som når et selskap ikke lenger er i stand til å oppnå meravkastning på fremtidige ekspansjonsinvesteringer, siden fremtidige investeringer vil ha en netto nåverdi lik null (Kaldestad & Møller 2016, s. 118). De nevner også at normal budsjetteringsperiode ligger på

5 år, men at det i noen tilfeller vil være hensiktsmessig med både kortere og lengre perioder, avhengig av type virksomhet eller industri, eller hvilken fase de befinner seg i.

Oppstartsvirksomheter havner innenfor kategorien med behov for mer enn 5 år. Knivsflå (2020) peker også på at en budsjetteringsperiode på 10-14 år kan være hensiktsmessig for selskaper som enda har et høyt vekstpotensiale. (Knivsflå, 2020, F14)

Med tanke på at Kolonial er en oppstartsbedrift som med hjelp av ny teknologi har introdusert en ny måte å utføre dagligvarehandelen på, anser vi de til å ha et stort vekstpotensial. Vi antar dermed at de vil fortsette å vokse kraftig i noen år til før de tilnærmer seg “steady state”, og på dette grunnlaget legger vi en 14 års budsjetteringsperiode til grunn.

9.4 Budsjettering fra 1 til T

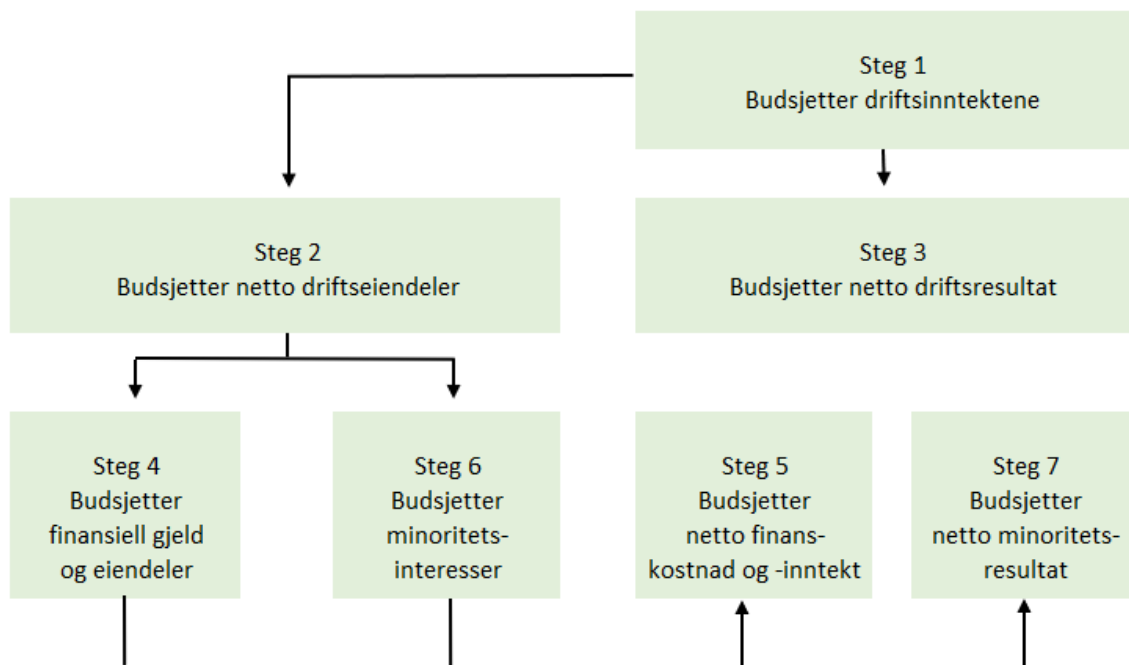
Dette steget omfatter budsjetteringen av regnskapsdriverne som setter grunnlaget for fremtidsregnskapet, frem til “steady state”. Vi skal starte med å gå igjennom detaljnivå og metode for framskrivning av budsjettdriverne først.

9.4.1 Detaljnivå og fremskrivingsteknikk

Detaljnivået en velger å benytte seg av avhenger hovedsakelig av lengden på budsjettthorisonen T (Knivsflå, 2019, F14, s. 32). Dette sier noe om antallet budsjettdriverer som inkluderes. En kortere budsjetteringsperiode taler gjerne for et høyere detaljeringsnivå, mens en lengre periode vil tale for det motsatte, da detaljnivået i fremtidsforventningene vil falme med tiden. Graden av usikkerhet i fremskrivningen er også en sentral faktor. Når denne øker, vil det være bedre å fokusere på de viktigste driverne. Med utgangspunkt i vår relativt lange budsjetteringsperiode på 14 år, vil et høyt detaljeringsnivå være lite hensiktsmessig. Knivsflå (2019) peker på at en kan budsjettere netto driftsresultat ved hjelp av kun en regnskapsdriver; driftsinntektene (Knivsflå, 2019, F14, s. 34). Dette gjøres ved å fremskrive netto driftsmargin basert på de budsjetterte driftsinntektene, og dermed kan netto driftsresultat budsjetteres direkte. Fordelen med netto driftsmargin, er at det er et veldig fokusert forholdstall, som lett kan fremskrives selv med en lang budsjetteringsperiode.

Det kvantitative utgangspunktet for budsjettering er historisk utvikling til aktuelle budsjettdriverer. (Knivsflå, 2019, F14, s. 45). Det er enklere å ha en konkret formening om

hva som vil skje med en budsjettdriver i en eller to perioder frem i tid enn hva som skjer utover det. På kort og mellomlang sikt vil veksten til en virksomhet avhenge av bransjens vekst og deres interne ressurser til vekst. Dersom bransjen vokser, kan de selv vokse uten å ta markedsandeler fra konkurrentene. Dersom bransjen ikke er i vekst, må man kapre markedsandeler fra konkurrentene i markedet. Innsikten fra kapittel 4 er dermed viktig for budsjettering i de første periodene frem i tid. (Knivsflå, 2019, F14, s. 60). Mange av regnskapstallene er tilbakevendende til gjennomsnittet i bransjen eller gjennomsnittet over tid, og det kalles for “mean reversion”. Når det historiske snittet er urimelig ut i fra den strategiske analysen som vi har foretatt, kan snittet overstyres. (Knivsflå 2019, F14, s. 47). Vi vil dermed ta utgangspunkt i historisk gjennomsnitt og bransjesnittet, men overstyre dersom den kvalitative analysen sier noe annet. Slik vi skal se i de neste delkapitlene, vil det historiske gjennomsnittet og bransjesnittet ikke utgjøre et godt grunnlag for framskrivningen, og vi vil i flere tilfeller overstyre med innsikten fra den kvalitative analysen og kapittel 2.



Figur 9.3 - Rammeverk for budsjettering (Knivsflå, 2019, F14, s. 59)

Vi vil budsjettere fremtidsregnskapet ved å ta utgangspunkt i rammeverket til Knvisflå (2019, F14, s. 59) som består av 7 steg. Vi vil benytte fire budsjettpunkter der 2020 og 2021 utgjør framskrivningen på kort sikt, og 2025 på mellomlang sikt. 2033 utgjør dermed siste budsjettpunkt på lang sikt. Kolonial har opplevd en kraftig vekst de siste årene og vi forventer

at de vil fortsette slik frem til budsjettpunkt (M), og deretter vil vi hovedsakelig ta utgangspunkt i en lineær framskrivning av budsjettdriverne. I budsjetteringen vil det naturligvis følge en del usikkerhet ettersom det er en rekke antakelser om fremtidsutviklingen. Dette vil vi ta hensyn til gjennom en analyse av usikkerheten der vi foretar en scenarioanalyse.

Vi skal nå gå igjennom de forskjellige budsjettdriverne og til slutt presentere fremtidsrengskapet, fremtidsbalansen og fremtidig fri kontantstrøm.

9.4.2 Steg 1: Budsjettere driftsinntektene

Budsjettering tar utgangspunkt i driftsinntektsveksten vi analyserte i kapittel 9.2 og den er på mange måter den grunnleggende budsjettdriveren siden den avgjør størrelsen på virksomheten i fremtiden. (Knivsfå, 2019, F14, s. 7). Den historiske veksten gir en god innsikt om fremtidig vekst, men det er ikke det eneste man bruker for å budsjettere. Vi skal nå fremskrive driftsinntektsveksten utover budsjetteringsperioden, for videre å kunne budsjettere driftsinntektene. Driftsinntektsveksten og driftsinntektene har følgende forhold:

$$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$$

Kort sikt - 2020 og 2021

Med utgangspunkt i dagens situasjon tilknyttet covid-19, økte etterspørselen etter hjemleverte dagligvarer. Vi antar at veksten frem til første punkt vil bli sterkt påvirket, og at dette ikke er noe som kommer frem fra historiske tall. *Munthe-Kaas har anslått at selskapet vil lande på rundt 1,9 milliarder i omsetning i 2020. Det er en økning på 70 prosent sammenlignet med fjoråret* (Solem, 2020). Vi vil dermed ta utgangspunkt i denne veksten for 2020 som tilsvarer en omsetningsøkning på 763 millioner. Vi antar den samme tallmessige økningen for 2021, noe som vil tilsvare en økning på 40 % i budsjettpunkt 2. Fra den strategiske analysen fant vi ut at Kolonial er den første og største aktøren innen dagligvare på nett, og det er en sterk intern ressurs som ingen har klart å etterligne fullt ut enda. Dette mener vi er en stor faktor som gjør at økningen i omsetningen forblir stor de neste kommende årene. Covid-19 kan anses som en relativt kortsiktig faktor, men vi antar at det vil bidra til en kraftig økning i markedet for nettbaserte dagligvarer. Det forutsettes at en stor andel av kundegruppen som tar

i bruk netthandel av dagligvarer grunnet smittefare, også vil integrere dette i sin hverdag etter pandemien. Forbrukere som tar i bruk denne tjenesten vil fort merke hvor lett det er, og hvor mye tid de sparer. Vi viser til undersøkelsen vi presenterte i kapittel 4.3.2 som fant ut at tidsbesparelsen i året er på 61 timer.

Mellomlang sikt - 2022- 2025

Usikkerheten på budsjetteringen for mellomlang sikt øker siden det blir vanskeligere å predikere jo lenger frem i tid man budsjetterer. Likevel er det hensiktsmessig å anta at de vil ha en periode med relativt høy og konstant vekst fra kort til mellomlang sikt. Fordelen om å være den ledende aktøren innen dagligvare på nett vil fortsatt ha en sterk effekt på mellomlang sikt. For å finne ut av omsetningen på mellomlang sikt, vil vi ta utgangspunkt i en rekke faktorer, og hovedsakelig fremskrevne markedsandeler på Østlandet. Vi velger å fokusere på Østlandet, siden dette er området Kolonial opererer i. Det vil dermed være en bedre gjenspeiling av konkurransesituasjonen de befinner seg i. Vi startet først med å finne det årlige forbruket for dagligvare per person. Dette finner vi ved å dele den totale omsetningen i dagligvaremarkedet på den totale befolkningen i Norge fra 2019, og kommer frem til et årlig forbruk på 33 236 kroner (Nielsen, 2019).

	2019
Total omsetning i Norge	178 396 000 000
/ Befolkning Norge	5 367 580
= Årsforbruk dagligvare per person	33 236

Tabell 9.2 - Totalt årsforbruk for dagligvare per person

For å estimere Kolonial sin markedsandel på Østlandet forutsetter vi at dette årsforbruket er representativt for Østlandet. Vi tar dermed utgangspunkt i et totalmarked for landsdelen tilsvarende årsforbruk per person, multiplisert med den totale befolkningen på Østlandet. Vi kan dermed dividere den rapporterte omsetningen til Kolonial i 2019 for en omtrentlig markedsandel. Denne ligger på 1,22 % og er fremstilt i tabell 9.3. Dette vil også bidra til å illustrere omtrentlig behov for antallet kunder for å oppnå budsjetterte omsetninger. Det tas forbehold om at dette kundeantallet ikke hensyntar prisforskjeller mellom dagligvarekjedene eller at kundene nødvendigvis ikke handler konsekvent hos en kjede. Videre brukes dette til å finne den totale omsetningen for Kolonial. For 2020 og 2021 deler vi omsetningen til Kolonial som vi estimerte direkte, på den totale omsetningen på Østlandet. I perioden 2010 til

2020 økte den samlede befolkningen på Østlandet med gjennomsnittlig 1,2 % årlig, og vi antar at det vil fortsette slik utover budsjettperioden. (Thorsnæs (A), 2020). Årsforbruk per person vil øke i takt med inflasjonen som ligger på 2 % årlig (Norges Bank, 2020).

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Befolkning på østlandet	2 697 141	2 725 440	2 758 145	2 791 243	2 824 738	2 858 635	2 892 938
* Kundemasse i %	1,22%	2,01%	2,72%	3,50%	4,25%	5,00%	5,75%
= Kundemasse	32 816	54 693	75 069	97 694	120 051	142 932	166 344
* Årsforbruk per person	33 236	33 901	34 579	35 270	35 976	36 695	37 429
= Årlig omsetning	1 090 669 131	1 854 137 523	2 595 792 532	3 445 662 978	4 318 912 113	5 244 886 870	6 226 079 326

Tabell 9.3 - Årlig omsetning for Kolonial basert på kundemasse og forbruk, 2019-2025

Vi ser at kundemassen øker med 0,79 % fra 2019 til budsjettpunkt 1, og 0,71 % fra budsjettpunkt 1 til budsjettpunkt 2. Vi mener at det er rimelig å anta at Kolonial er i stand til å kapre like mange kunder for hvert år frem til budsjettpunkt M, med tanke på at de er den rimeligste aktøren på nettet. Sett bort ifra forspranget vi budsjetterte direkte i budsjettpunkt 1 og 2 grunnet pandemien, ville vi nok ha lagt til en noe mer eksponentiell vekst frem til M. Med utgangspunkt i dette forspranget vil vi forutsette en vekst på 0,75 % fra budsjettpunkt 2 til M, med en liten avrundning i første fremskrivning. Med utgangspunkt i kundemassen dette medfører, vil vi ende opp med en *div* på 18,71 % i budsjettpunkt M. Vi antar at de vil oppnå en tilnærmet normal drift og at kostnadsforholdene stabiliserer seg innen 2025.

Kundemassen gir videre en budsjettert *div* på 32,74 % i 2022, 24,34 % i 2023 og 21,44 % i 2024. Med dette vil de omtrent øke driftsinntektene med omtrent 800 millioner kroner hvert år. Dette kan virke noe høyt, men som vi nevnte i kapittel 3.4 befinner de seg i en tidlig vekstfase så anser vi denne veksten som rimelig.

Lang sikt - 2033

Som nevnt i kapittel 9.3 antas det at den langsiktige konstante veksten ikke kan overstige veksten i verdensøkonomien. Dette er begrunnet av at ingen virksomheter kan vokse raskere enn økonomien på lang sikt, slik at veksten før eller senere vil vende mot gjennomsnittet (Knivsflå, 2019, F14, s. 63).



Figur 9.4 - Realvekst i verdensøkonomien

Dataen for realveksten i verdensøkonomien er hentet fra International Monetary Fund (2020), og viser årlig vekst fra 1980 til 2020 (IMF, 2020). Dette gir oss et årlig gjennomsnitt på 3,27%. Dette gjennomsnittet må også justeres for dagens forventede inflasjon (Knivsflå, 2019, F14 s. 66). Norges Bank (2020) nevner at det operative målet med settingen av styringsrenten er å sikte seg inn mot en inflasjon tilnærmet 2 % på sikt (Norges Bank, 2020). Med utgangspunkt i dette, legger vi til grunn en vekst i verdensøkonomien på $3,27\% + 2\% = 5,27\%$ på lang sikt, som Kolonial dermed ikke kan overskride. Vi mener derimot at inflasjonsmålet sammen med befolkningsveksten er et mer presist mål på veksten i dagligvaremarkedet. Når faste markedsandeler legges til grunn i steady state, blir årlig vekst dermed:

$$1,02 * 1,012 - 1 = 3,224 \%$$

For lang sikt bruker vi samme fremgangsmåte som i tabell 9.3, med lik inflasjon og samme økning i befolkningen. Resultatet presenteres i tabellen under.

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Befolkning på østlandet	2 927 654	2 962 786	2 998 339	3 034 319	3 070 731	3 107 580	3 144 871	3 182 609	3 220 800	3 259 450
* Kundemasse i %	6,48%	7,15%	7,78%	8,39%	8,97%	9,51%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
= Kundemasse	189 670	211 733	233 389	254 612	275 379	295 664	314 487	318 261	322 080	325 945
* Årsforbruk per person	38 178	38 941	39 720	40 514	41 325	42 151	42 994	43 854	44 731	45 626
= Årlig omsetning	7 241 136 607	8 245 124 748	9 270 170 029	10 315 421 065	11 379 912 105	12 462 555 339	13 521 086 616	13 957 006 449	14 406 980 337	14 871 461 383

Tabell 9.4 - Årlig omsetning for Kolonial basert på kundemasse og forbruk, 2026-2035

I budsjettpunkt T forutsetter vi en markedsandel på Østlandet på 10 %, hvor veksten vil være noe avtagende frem mot dette. Med utgangspunkt i kundemassen dette medfører, vil vi ende opp med en *div* på 3,22 % i steady state slik som vi fant ut ved å legge faste markedsandeler til grunn.

Vi tenker at en markedsandel på 10 % på Østlandet er en rimelig forutsetning for Kolonial om 13 år frem i tid. *En rapport fra PostNord om netthandel i Norge, viser at nettkjøp av dagligvarer er det raskest voksende markedet her i landet.* (Kolonial.no I, u.å) . Et godt eksempel på et land som har kommet langt med salg av dagligvarer på nett er Sør-Korea der 20 % av alle dagligvarer handles via nettbutikk.(Kolonial.no I, u.å). I Storbritannia selges rundt 12 % av dagligvarer på nett, mens det kun er rundt 2 % i Norge. Ifølge Munthe-Kaas, er nordmenn ideelle nettkunder og det er god grunn til å tro at vi kommer opp på samme nivå som Sør-Korea og Storbritannia. Dagligvarer på nett har vist seg å være billigere enn i butikken og utvalget er også mye bedre. (Lorvik (B), 2020)

Vi får følgende oppstilling for de forskjellige budsjettpunktene:

Budsjettpunkt	Årstall	Div
Budsjettpunkt 1	2020	70,00%
Budsjettpunkt 2	2021	40,00%
Budsjettpunkt M	2025	18,71%
Budsjettpunkt T	2033	3,22%

Tabell 9.5 - Budsjettpunkter for Div

Fremtidig driftsinntektsvekst for Kolonial.no vil i sin helhet se slik ut:



Figur 9.5 - Driftsinntektsvekst for Kolonial.no, 2017-2035

Disse estimatene gir oss følgende verdi på driftsinntektene over budsjettperioden:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Div	70,00%	40,00%	32,74%	25,34%	21,44%	18,71%
Inntekt	1 854 137 523	2 595 792 532	3 445 655 007	4 318 783 985	5 244 731 272	6 226 020 493

Tabell 9.6 - Fremskrevet driftsinntekt, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Div	16,30%	13,87%	12,43%	11,28%	10,32%	9,51%	8,49%	3,22%	3,22%	3,22%
Inntekt	7 241 048 614	8 245 020 004	9 270 040 891	10 315 238 001	11 379 667 411	12 462 328 968	13 520 879 191	13 956 792 336	14 406 759 321	14 871 233 241

Tabell 9.7 - Fremskrevet driftsinntekt, 2026-2035

I tabell 9.7 ser vi at Kolonial har en div på 70 % i 2020 som etterhvert går ned til 19 % i 2025 der veksten begynner å stabilisere seg. Fra 2025 til 2033 reduseres *div* mot den langsiktige veksten på 3,224 %. Vi ser at vi ender opp i underkant av 15 milliarder kroner i 2035.

9.4.3 Steg 2: Budsjettere netto driftseiendeler

Dette steget innebærer budsjettering av netto driftseiendeler, og dette gjøres med følgende formel:

$$NDE_{t-1} = DI_t / onde_t$$

I forrige steg budsjetterte vi driftsinntektene som vi nå skal benytte. Det vil dermed være behov for å fremskrive budsjettdriveren “*onde*”. *Onde* er årlig prognose på omløpet til netto driftseiendeler (Knivsfå, 2019, F15, s. 8). Det fungerer også som et effektivitetsmål, som viser avkastning per krone som er investert i drift (Knivsfå, 2020, F12, s. 27). Tidsvektet *onde* for Kolonial var 3,726 i analyseperioden, mens Bunnpris hadde en tidsvektet *onde* på 2,51. Normalt vil det være hensiktsmessig å ta utgangspunkt i *onde_B* dersom *onde* avviker fra bransjen i år 0, men dersom *onde_B* ikke er i “steady state” over regnskapsanalyseperioden, er det aktuelt å overstyre kvalitativt. (Knivsfå, 2019, F15, s. 9). I vårt tilfelle anser vi det som rimelig å anta at *onde_B* ikke befinner seg i “steady state”, etter avveiningen vi tok ved å benytte kun Bunnpris som bransjegjennomsnittet. Vi vil derfor gå nærmere inn på hvert budsjettpunkt for å fastsette *onde*.

Netto driftseiendeler kan deles inn i særlig to komponenter, netto anleggsmidler og driftsrelatert arbeidskapital. Dermed kan *onde* også deles inn i *onam* og *odak* som representerer omløpet til disse. Vi vil forutsette at endringen i driftsrelatert arbeidskapital er relativt proporsjonal med med driftsinntektene (Knivsfå, 2020, F15, s. 16). Denne består av blant annet varer og kundefordringer, som typisk vil følge aktivitetsnivået. Gjennom analyseperioden vår ser vi at driftsrelatert arbeidskapital har strukket seg fra 5,2 % til 6,6 % av driftsinntektene, og vi tar utgangspunkt i 7 % videre grunnet en positiv trend i analyseperioden.

Endringene i netto anleggsmidler vil derimot være mer sprangvise da de endrer seg med større investeringer. Dette vil føre til fall i *onam* når investeringene utføres, før den gradvis reverseres (Knivsfå, 2020, F15, s. 16). Dette innebærer at all endring i *onde* skyldes fall og reversering i *onam* grunnet investeringer i netto anleggsmidler. Slik vi nevnte tidligere, så har Kolonial klart å levere på den ekstremt høye etterspørselen i 2020. De har derimot måttet doble kapasiteten slik at kundene kunne få varer dagen etter eller på samme dag. (Haugen (B), 2020). Dette har blant annet ført til en økning på 200 ansatte og flere varebiler (Solgård, 2020). Vi anser en økning i netto anleggsmidler på rundt 250 millioner som rimelig for budsjettpunkt 1, og holder derfor *onde* på et høyere nivå enn det historiske gjennomsnittet og setter den til 4. Det betyr at inntekt per krone investert er noe høyere dette året.

Det vil derimot kreve økte eiendeler i fremtiden. Slik vi snakket om i kapittel 2, presenterte Kolonial i oktober 2020 at de skal fremskynde planen om nytt gigant-lager til en halv milliard

kroner. Med dette vil netto anleggsmidler øke betraktelig, og *onde* går derfor ned fra 4 til 2,7 i 2021. (Kolonial.no J, 2020). Videre i 2022 til 2025 vil vi anta et ytterligere behov for investeringer i netto anleggsmidler. Vi vil anta at investeringen i dette varelageret inkluderer maskiner og anlegg, men de vil fortsette å investere i nye teknologiske løsninger for å øke kapasiteten og effektiviteten ytterligere. Økt leveringskapasitet vil også medføre økt behov for varebiler. Med utgangspunkt i dette, vil *onde* øke fra 2,7 i 2021 til 2,9 i 2022, noe som tilsvarer en økning i driftseiendeler på omtrent 17 %. Behovet for ytterligere netto anleggsmidler vil avta noe med inntektsøkningen de neste årene og *onde* settes til 2,95 fra 2023 til 2025.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
DI (t+1)	2 595 792 532	3 445 655 007	4 318 783 985	5 244 731 272	6 226 020 493	7 241 048 614
/ <i>onde</i> (t+1)	4,00	2,70	2,90	2,95	2,95	2,95
= NDE (t)	648 948 133	1 276 168 521	1 489 235 857	1 777 875 007	2 110 515 421	2 454 592 750

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Netto anleggsmidler	467 242 656	1 034 972 671	1 186 920 978	1 410 743 818	1 674 693 987	1 947 719 347
+ Driftsrelatert arbeidskapital	181 705 477	241 195 850	302 314 879	367 131 189	435 821 434	506 873 403
= NDE	648 948 133	1 276 168 521	1 489 235 857	1 777 875 007	2 110 515 421	2 454 592 750

Tabell 9.8 - Fremskrevet *onde* og netto driftseiendeler, 2020-2025

Fra og med 2025 og frem til steady state, har vi lite grunnlag for å predikere tidspunkt for ytterligere investeringer i netto anleggsmidler. Vi ser dermed bort ifra sprangvise økninger, og tar utgangspunkt i en jevn endring i takt med inntektsveksten. Her vil vi benytte en vekst som går mot en gjennomsnittlig ratio mellom driftsrelatert arbeidskapital og netto anleggsmidler i perioden 2017-2025. Fra analyseperioden og frem til punkt M i budsjettperioden, får vi at netto anleggsmidler var gjennomsnittlig 3,37 ganger høyere enn driftsrelatert arbeidskapital. Vi multipliserer dermed driftsrelatert arbeidskapital med 3,37 i steady state for å estimere netto anleggsmidler. Dette gir oss en *onde* på 3,27, og tar utgangspunkt i en lineær framskrivning mot denne fra punkt M.

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
DI (t+1)	8 245 020 004	9 270 040 891	10 315 238 001	11 379 667 411	12 462 328 968	13 520 879 191	13 956 792 336	14 406 759 321	14 871 233 241	15 350 681 801
/ onde (t+1)	2,99	3,03	3,07	3,11	3,15	3,19	3,23	3,27	3,27	3,27
= NDE (t)	2 757 531 774	3 059 419 436	3 360 012 378	3 659 057 045	3 956 294 911	4 238 520 123	4 320 988 339	4 405 736 795	4 547 777 750	4 694 398 104

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Netto anleggsmidler	2 180 380 374	2 410 516 574	2 637 945 718	2 862 480 327	3 083 931 883	3 292 058 579	3 344 012 876	3 397 263 643	3 506 791 423	3 619 850 378
+ Driftsrelatert arbeidskapital	577 151 400	648 902 862	722 066 660	796 576 719	872 363 028	946 461 543	976 975 464	1 008 473 152	1 040 986 327	1 074 547 726
= NDE	2 757 531 774	3 059 419 436	3 360 012 378	3 659 057 045	3 956 294 911	4 238 520 123	4 320 988 339	4 405 736 795	4 547 777 750	4 694 398 104

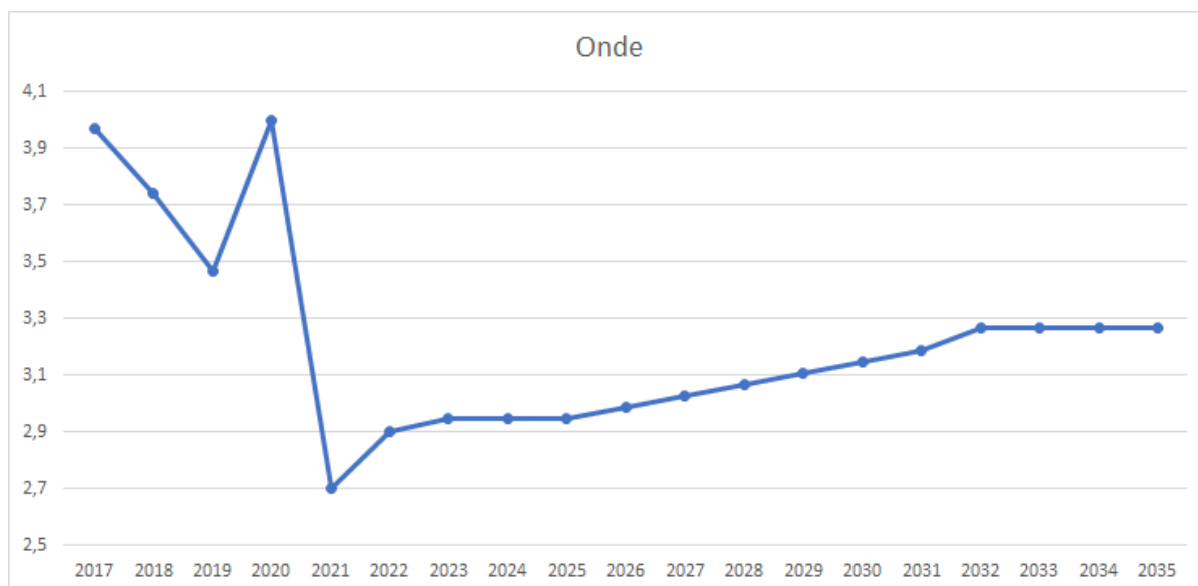
Tabell 9.9 - Fremskrevet onde og netto driftseiendeler, 2026-2035

Vi får følgende oppstilling for de forskjellige budsjettpunktene:

Budsjettpunkt	Årstall	onde
Budsjettpunkt 1	2020	4,00
Budsjettpunkt 2	2021	2,70
Budsjettpunkt M	2025	2,95
Budsjettpunkt T	2033	3,27

Tabell 9.10 - Budsjettpunkter for onde

Fremtidig utvikling i onde for Kolonial vil i sin helhet se slik ut:



Figur 9.6 - Utvikling onde for Kolonial.no, 2017-2035

9.4.4 Steg 3: Budsjettere netto driftsresultat

Det tredje steget omfatter budsjettering av netto driftsresultat. Budsjettdriveren som benyttes til dette er netto driftsmargin, og fremskrivningen av denne vil være sentralt i steget (Knivsflå, 2019, F15, s. 18). Formelen for netto driftsmargin er som følger:

$$NDR_t = ndm_t * DI_t$$

Netto driftsmargin multipliseres altså med de budsjetterte driftsinntektene for å finne netto driftsresultat. Netto driftsmargin gjennom analyseperioden vises i tabell 9.11.

	2017	2018	2019	Tidsvektet
Netto driftsmargin	-25,5 %	-14,9 %	-10,9 %	-17,10 %
Netto driftsmargin, Bunnpris	1,55 %	1,71 %	4,40 %	2,55 %

Tabell 9.11 Netto driftsmargin Kolonial og Bunnpris

Det er tydelig at både Kolonial og Bunnpris hadde en økende margin gjennom perioden, hvor veksten var noe større for Kolonial. Dette kan antyde at marginen vil kunne øke ytterligere. Som vi diskuterte gjentatte ganger gjennom kapittel 4, vil økte markedsandeler føre til bedre betingelser. For Kolonial vil antakeligvis mye av veksten kunne forklares via en bedre evne til å betjene faste kostnader, og muligens bedre innkjøpsbetingelser grunnet større forhandlingsmakt for Rema tilknyttet omsetningsøkningen deres på 5-6 milliarder fra 2017 til 2019.

For Bunnpris er det særlig tre faktorer som forklarer den økende netto driftsmarginen. Slik vi nevnte i kapittel 2.2.1, har de konsentrert seg om bunnlinjen de siste årene. Inntektene har dermed falt noe mens lønnsomheten har bedret seg. (Solem, 2018). I en pristest gjennomført av Nettavisen i juni 2019 for utvalgte varer, kom det også frem at Bunnpris var 26,4 % dyrere enn den billigste kjeden i testen, som i dette tilfellet var Rema. Dyrere priser isolert sett, vil bidra til økte marginer (Ripegutu, 2019). Bedre innkjøpsbetingelser grunnet inngåelse av innkjøpssamarbeid med NorgesGruppen som startet i 2017 har antakeligvis økt denne marginen ytterligere (Nordstrøm & NTB, 2015).

Knivsflå (2019) peker på særlig to måter å fremskrive netto driftsmargin på: 1) Konkurransen i markedet trekker driftsmarginen mot bransjens gjennomsnitt, eller 2) å trekke marginen mot

bransjens gjennomsnitt, og deretter legge til en premie med utgangspunkt i ressursbasert strategisk analyse (Knivsflå, 2019, F15, s. 19). Dersom bransjen ikke befinner seg i “steady state”, antas det at bransjesnittet beveger seg mot likevektsmarginen. På samme grunnlag som for *onde* er det rimelig å anta at driftsmarginen til Bunnpris ikke er representativt som bransjesnittet.

Vi har derfor valgt å inkludere netto driftsmargin til NorgesGruppen, Coop og Rema 1000 i gjennomsnittet for ytterligere presisjon. Fra tabell 9.12 ser vi at det tidsvektede gjennomsnittet til de 4 aktørene ligger på 2,29 % i analyseperioden.

	2017	2018	2019	Tidsvektet
NorgesGruppen	2,84%	2,52%	3,68%	3,02%
Rema 1000	2,62%	2,85%	2,90%	2,79%
Coop	0,93%	0,76%	0,79%	0,82%
Bunnpris	1,55%	1,71%	4,40%	2,55%
Gjennomsnitt	1,98%	1,96%	2,94%	2,29%

Tabell 9.12 - Gjennomsnittlig NDM for NorgesGruppen, Rema, Coop og Bunnpris

De andre selskapene i samme bransje vil derimot ikke være helt sammenlignbare når det kommer til netto driftsmargin. Dette skyldes av strukturelle forskjeller tilknyttet driften, og vi vil gå nærmere inn på dette lenger ned. Videre vil vi se på marginen som kan lettere sammenlignes, og dette er bruttomarginen, altså (Bruttofortjeneste/Salgsinntekter). Denne genereres kun av salgsinntekter og varekostnader, som vil fungere som det nærmeste vi kommer en fellesnevner. Bruttomarginen inneholder derimot en del støy. Lavpriskjeder vil generelt operere med lavere bruttomargin, siden de belager seg i større grad på volum. Aktører som NorgesGruppen og Coop består av flere ulike type kjeder, hvor prisnivået vil være forskjellig. Eksempel på dette er Meny og Joker mot Kiwi for NorgesGruppen, og Mega mot Extra for Coop. Innkjøpsbetingelsene vil også spille en stor rolle her, da bedre innkjøpsbetingelser vil føre til større margin, siden dette vil isolert sett føre til lavere varekostnader. Vi vil dermed undersøke bruttomarginen til bransjen, hvor vi inkluderer NorgesGruppen, Rema, Coop, Bunnpris og Kolonial.

År	2017	2018	2019	Tidsvektet	% av totalomsetning
Rema	15,12%	15,54%	15,41%	15,36%	28,30%
Coop	12,64%	12,47%	12,80%	12,64%	24,81%
NorgesGruppen	23,10%	23,04%	23,76%	23,30%	44,89%
Bunnpris	36,21%	40,10%	42,28%	39,53%	1,51%
Kolonial	25,52%	31,33%	33,47%	30,11%	0,49%
Vektet bransjesnitt					18,68%

Tabell 9.13 - Bruttomargin bransjen, omsetningsvektet snitt

I tabell 9.13 har vi også inkludert et vektet bransjesnitt som hensyntar et selskaps omsetning i prosent av den totale omsetningen til bransjen, som ligger på 18,68 %. Vi har derimot ingen grunnlag for å argumentere for at Kolonial vil gå mot et slikt nivå og mener at spesielt følgende faktorer taler imot konvergering mot bransjesnittet:

- Det er verdt å bemerke seg at bruttomarginen her vil bli påvirket av leveringsgebyr for kunden, da det øker salgsinntektene mens kostnaden vil bli ført på andre driftskostnader.
- Det kan også antas at Kolonial sitt bakeri er med på å presse opp marginen litt, siden varekostnadene tilknyttet råvarer gjerne vil utgjøre en mindre del av tilhørende salgsinntekter, og kostnadene herfra vil hovedsakelig reflekteres i lønnskostnadene.
- Mindre matsvinn som vi diskuterte i kapittel 4.1.5 og 4.3.2 vil også redusere varekostnadene direkte. Her antas det at Kolonial vil ha en kostnadsfordel ovenfor konkurrentene, da behovet for “sikkerhetsmarginer” i varebeholdningen ikke sprer seg over mange lokaler over hele landet.
- Forretningsmodellen til Kolonial går imidlertid ikke kun ut på å skape verdi for sluttbrukeren gjennom kostnadsbesparelser, men også tidsbesparelser. Vi antar at de vil fortsette med å være konkurransedyktige på pris, men at behovet for å utkonkurrere de fysiske dagligvarebutikkene på pris ikke vil oppstå. Vi legger her særlig vekt på aspektene rundt verdiskapningen for kunden vi diskuterte i kapittel 4.3.2. Hovedpunktene fra dette var en potensiell tidsbesparelse på 61 timer i året, tilretteleggelse for mennesker med fysiske begrensninger, og en kostnadsbesparende effekt knyttet til større planlegging i innkjøp.

Bruttomarginen vil falle lineært mot 27 % i steady state og varekostnaden vil dermed se slik ut:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
DI	1 854 137 523	2 595 792 532	3 445 655 007	4 318 783 985	5 244 731 272	6 226 020 493
- Bruttofortjeneste	558 232 371	775 320 601	1 020 924 423	1 269 303 490	1 528 905 687	1 800 081 896
= Varekostnad	1 295 905 152	1 820 471 931	2 424 730 584	3 049 480 495	3 715 825 585	4 425 938 597

Tabell 9.14 - Bruttofortjeneste Kolonial, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
DI	7 241 048 614	8 245 020 004	9 270 040 891	10 315 238 001	11 379 667 411	12 462 328 968	13 520 879 191	13 956 792 336	14 406 759 321	14 871 233 241
- Bruttofortjeneste	2 076 240 982	2 344 403 738	2 613 701 849	2 883 740 238	3 154 112 595	3 424 406 185	3 682 956 314	3 768 333 931	3 889 825 017	4 015 232 975
= Varekostnad	5 164 807 632	5 900 616 266	6 656 339 042	7 431 497 763	8 225 554 816	9 037 922 783	9 837 922 877	10 188 458 405	10 516 934 304	10 856 000 266

Tabell 9.15 - Bruttofortjeneste Kolonial, 2026-2035

For lønnskostnadene vil vi ta utgangspunkt i hvor mange nyansatte som trengs ved omsetningsøkning. Vi vil ta utgangspunkt i årene 2018 og 2019 fra analyseperioden.

	2017	2018	2019	Tidsvektet
Totale lønnskostnader	171 964 449	208 538 615	204 758 382	
- Antall arbeidstakere	341	340	375	
=Lønnskostnad per. arbeidstaker	504 295	613 349	546 022	554 555
Salgsinntekt	797 592 893	914 919 943	1 090 669 131	
Økning salgsinntekter	373 571 397	117 327 050	175 749 188	
Økning arbeidstakere		-1	35	

Tabell 9.16 - Lønnskostnad per arbeidstaker

Her ser vi at den totale økningen i salgsinntekter fra 2017 til 2019 var nær 300 millioner, og det førte til 34 nyansatte. Vi vil dermed ta utgangspunkt i at antall ansatte øker med 35 når salgsinntektene øker med 300 millioner. Lønnskostnad som blir brukt per ansatt er regnet ut ved å ta gjennomsnittet av lønnskostnad per arbeidstaker for analyseperioden. Vi får følgende utregning for budsjettperioden:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Salgsinntekter	1 854 137 523	2 595 792 532	3 445 655 007	4 318 783 985	5 244 731 272	6 226 020 493
Økning salgsinntekter	763 468 392	741 655 009	849 862 475	873 128 979	925 947 286	981 289 221
Økning arbeidstakere	88	81	100	110	110	110
Gjennomsnittlig sysselsatte	463	543	643	753	863	973
Lønnskostnad per arbeidstaker	565 646	574 697	594 811	615 629	634 714	654 390
Lønnskostander	261 611 446	312 060 314	382 463 535	463 569 002	547 758 181	636 721 599
% av omsetning	14,11%	12,02%	11,10%	10,73%	10,44%	10,23%

Tabell 9.17 - Totale lønnskostnader, 2020-2025

Fra tabell 9.17 ser vi at en inntektsøkning på 760 millioner har medført 88 nye ansatte. Vi nevnte økningen av 200 ansatte i mars 2020 i kapittel 4.1.2 grunnet sprengt kapasitet som følge av covid-19 restriksjonene. Det ga inntrykk at mye av denne økningen var via midlertidige ansettelser av særlig yrkesgrupper som ble rammet av permisjon, og vi forutsetter derfor ikke at det gjennomsnittlige nivået av sysselsatte vil øke tilsvarende. Lønnskostnadene har økt i takt med lønnsvekst på 2 % for 2020 og det resulterer i en lønnskostnad på 260 millioner kroner. Videre for 2021 antar vi at arbeidstakerne fortsetter å øke i takt med økningen i salgsinntektene der lønnsveksten forventes å bli henholdsvis 1,6 %. (Statistisk sentralbyrå D, 2020). Slik vi snakket om i kapittel 2 og forrige delkapittel, er de på vei til å bygge et nytt gigant-lager som vil mer enn doble leveringskapasiteten. Lageret skal ferdigstilles i begynnelsen av 2022 og de vil klare å håndtere en omsetning på 6 milliarder kroner. Munthe-Kaas sier at dette vil kreve rundt 100 arbeidsplasser i første omgang, men ved full kapasitet er det snakk om 500 arbeidsplasser som vil inkludere både plukkere og sjåførere. (Hopland (B), 2020). For 2022 vil vi derfor anta at antall ansatte øker med 100 stykker, og lønnsveksten vil ligge på 3,5 % (Statistisk sentralbyrå D, 2020). Lokaliseringen er strategisk med tanke på transport og effektive kjøreruter til kundene. De vil ha en kort vei til Oslo, Drammen og omkringliggende områder, og tilgangen på arbeidskraft vil være god. (Kolonial.no J, 2020). Mer effektive kjøreruter vil følgelig være en faktor som senker behovet for arbeidskraft litt. Videre vil lageret være mer tilrettelagt for semiautomatisk produksjonslinje med kortest mulig tid fra varene kommer inn på lager til de er pakket og klart til distribusjon ut til kundene. (Kolonial.no J, 2020). Behovet for nye arbeidstakere ved økt omsetning vil dermed falle litt til. Kolonial jobber i tillegg kontinuerlig med kjørerute-optimalisering og arbeidskraften vil derfor ikke øke raskere enn inntektene.

Vi anser derfor at en økning på 110 nye ansatte i som rimelig for 2023, og det vil øke lønnskostnadene til 460 millioner. For årene 2024 og 2025 vil de utnytte deres teknologi og det nye lageret fullt ut, og behovet antas å fortsatt ligge på 110. Fra og med 2024 og utover vil vi benytte en gjennomsnittlig lønnsvekst på 3,1 % som er beregnet som gjennomsnittet i perioden 2010-2020, da prognoseperioden fra SSB ikke strakk seg utover 2023 (Statistisk sentralbyrå D, 2020).

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Salgsinntekter	7 241 048 614	8 245 020 004	9 270 040 891	10 315 238 001	11 379 667 411	12 462 328 968	13 520 879 191	13 956 792 336	14 406 759 321	14 871 233 241
Økning salgsinntekter	1 015 028 121	1 003 971 390	1 025 020 887	1 045 197 110	1 064 429 409	1 082 661 557	1 058 550 223	435 913 145	449 966 985	464 473 921
Økning arbeidstakere	80	80	80	80	80	80	15	10	2	2
Gjennomsnittlig sysselsatte	1 053	1 133	1 213	1 293	1 373	1 453	1 468	1 478	1 480	1 482
Lønnskostnad per arbeidstaker	674 676	695 591	717 155	739 386	762 307	785 939	810 303	835 422	861 320	888 021
Lønnskostnader	710 434 066	788 104 818	869 908 428	956 026 494	1 046 647 898	1 141 969 087	1 189 524 673	1 234 754 160	1 274 562 635	1 315 654 534
% av omsetning	9,81%	9,56%	9,38%	9,27%	9,20%	9,16%	8,80%	8,85%	8,85%	8,85%

Tabell 9.18 - Totale lønnskostnader, 2026-2035

Det er vanskelig å forutsi hva som skjer med lønnskostnadene i fremtiden, men det kan tenkes at det vil være et behov for et nytt lager i som vil komme etter de har passert 7 milliarder. Vi forutsetter at ett nytt lager som øker omsetningen fra 6 til 12 milliarder vil kreve ytterligere 500 nyansatte. For året 2026 frem til 2031, vil derfor antallet med nyansatte øke med 80 for hvert år. I steady state vil økningen roe seg litt ned og vi ender opp med en lønnskostnad på 1,2 milliarder i budsjettpunkt T.

Videre vil vi se på andre driftskostnader, og her kommer særlig distribusjonen inn i bildet. For andre driftskostnader ser vi på hvor stor del av salgsinntektene de utgjør. I 2019 lå denne andelen på 26 %, og videre for 2020 antar vi at den vil synke til 21 %. Fra dette punktet vil den synke lineært mot 16 % i budsjettpunkt M grunnet forbedringer innen distribusjon til kunden. Etter årene 2024 og 2025 vil de kunne ta i bruk deres teknologi og det nye lageret fullt ut. En rekke faktorer vil være med på å senke distribusjonskostnadene, og dermed andre driftskostnader, betydelig. Lageret har blitt plassert strategisk slik at veien blir kortere til kunder som ligger sørvest for det gamle lageret i Lørenskog, slik at man også slipper å kjøre gjennom Oslo når det ikke er nødvendig. Slik vi nevnte tidligere, jobbes det med å optimalisere disse kjørerutene for å spare mest mulig tid, kostnader og miljøet. Den semi-automatiske produksjonslinjen bidrar også til lavere kostnader ved at leveringskapasiteten til hver enkelt arbeidstaker øker betraktelig. Det vil bidra til å senke tiden fra varene kommer inn på lageret og er pakket ferdig til distribusjon.

For den siste kostnadsposten, avskrivinger, vil vi forutsette en utvikling som er i takt med økningen i netto anleggsmidler som vi beregnet i steg 2. Vi får følgende netto driftsmargin for hele budsjettperioden med utregnede driftsinntekter, bruttomargin, andre kostnadsposter og skatt:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
DI	1 854 137 523	2 595 792 532	3 445 655 007	4 318 783 985	5 244 731 272	6 226 020 493
- Varekostnad	1 295 905 152	1 820 471 931	2 424 730 584	3 049 480 495	3 715 825 585	4 425 938 597
- Lønn	261 611 446	312 060 314	382 463 535	463 569 002	547 758 181	636 721 599
- Andre driftskostnader	389 368 880	519 158 506	654 674 451	777 381 117	891 604 316	996 163 279
- Avskrivinger	51 691 126	114 499 183	131 309 247	156 070 802	185 271 649	215 476 486
= Driftsresultat	-144 439 080	-170 397 403	-147 522 810	-127 717 431	-95 728 459	-48 279 468
* Skatt %	0,217	0,217	0,217	0,217	0,217	0,217
= Netto driftsresultat	-113 064 493	-133 384 233	-115 478 385	-99 975 066	-74 934 634	-37 792 359
= Netto driftsmargin	-6,10%	-5,14%	-3,35%	-2,31%	-1,43%	-0,61%

Tabell 9.19 - Fremskrevet ndm, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
DI	7 241 048 614	8 245 020 004	9 270 040 891	10 315 238 001	11 379 667 411	12 462 328 968	13 520 879 191	13 956 792 336	14 406 759 321	14 871 233 241
- Varekostnad	5 164 807 632	5 900 616 266	6 656 339 042	7 431 497 763	8 225 554 816	9 037 922 783	9 837 922 877	10 188 458 405	10 516 934 304	10 856 000 266
- Lønn	710 434 066	788 104 818	869 908 428	956 026 494	1 046 647 898	1 141 969 087	1 189 524 673	1 234 754 160	1 274 562 635	1 315 654 534
- Andre driftskostnader	1 122 362 535	1 236 753 001	1 344 155 929	1 444 133 320	1 536 255 100	1 620 102 766	1 690 109 899	1 674 815 080	1 728 811 118	1 784 547 989
- Avskrivinger	241 215 811	266 675 813	291 836 334	316 676 632	341 175 851	364 200 939	369 948 650	375 839 791	387 956 866	400 464 595
= Driftsresultat	2 228 570	52 870 107	107 801 158	166 903 792	230 033 746	298 133 394	433 373 093	482 924 899	498 494 398	514 565 857
* Skatt %	0,217	0,217	0,217	0,217	0,217	0,217	0,217	0,217	0,217	0,217
= Netto driftsresultat	1 744 487	41 385 834	84 384 941	130 649 494	180 066 564	233 373 828	339 237 199	378 025 523	390 213 066	402 793 536
= Netto driftsmargin	0,02%	0,50%	0,91%	1,27%	1,58%	1,87%	2,51%	2,71%	2,71%	2,71%

Tabell 9.20 - Fremskrevet ndm, 2026-2035

Vi ser at Kolonial fortsatt går med et stort underskudd på 162 millioner kroner i 2020. Vi ser derimot at *ndm* har gått ned fra -10,9 % i 2019 til - 6,10 % i 2020. Økningen i salgsinntekter er en stor faktor for reduksjonen, i tillegg til at de klarer å senke kostnadene per krone tjent. Netto driftsmarginen er negativ helt frem til 2025 der driftsinntektene har passert 6 milliarder. Vi anser budsjettpunkt M som det året der de virkelig begynner å dra nytte av det nye lageret, og dermed stordriftsfordeler. Fra årsregnskapet til NorgesGruppen, Coop og Rema finner vi at andre driftskostnader typisk utgjør 8,5-8,9 % av salgsinntektene. De strukturelle forskjellene mellom en fysisk butikk og en nettbutikk gjør at disse ikke vil ligge på samme nivå i steady state. Distribusjonskostnadene er en stor kostnadspost, og de utgjør rundt 20 % av andre driftskostnader for Rema, og antar at de ligger på samme nivået for Coop og NorgesGruppen. Leie av lager, butikk- og kontorlokaler er derimot mye større og utgjør hele 2,2 av 4,5 milliarder, altså omtrent 50 % for Rema. For Kolonial som har et hovedlager i Lørenskog, kontorer på Nydalen og et nytt lager på Lier vil leien utgjøre en svært liten del, selv i fremtiden. For distribusjonskostnadene vil det se veldig annerledes ut. Vi estimerte tidligere at Kolonial har en kundemasse på rundt 50 tusen i dag, og vil ende opp med en kundemasse på omtrent 300 000 i steady state. Distribusjonskostnadene forventes derfor å være mye høyere med tanke på at de må kjøre varene hjem til hver kunde. Hvis vi antar at gjennomsnittskostnaden for å kjøre varene hjem til hver kunde er omtrent 45 kroner, basert på hvor mye de tar betalt for hjemlevering, og at hver kunde i steady state kjøper varer en

gang i uken, vil deres distribusjonskostnad i året utgjøre 744 millioner av 1,7 milliarder. Dette er en andel på hele 42,7 %, som altså er dobbelt så mye som Rema sin andel.

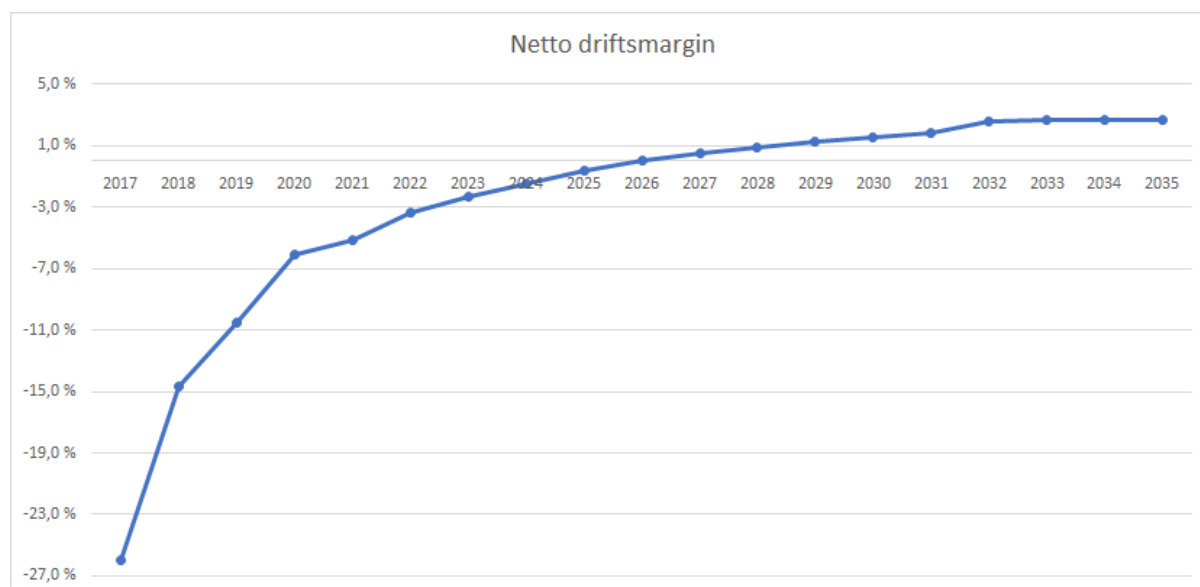
Bruttomarginen er også en viktig faktor, for den bestemmer hvor mye volum man trenger for å gå i pluss. Jo større bruttomarginen er, jo mindre volum trenger butikken. For de andre kjedene er det stor konkurranse om å være nærmest kunden. Netto driftsmarginen vil derfor presses ned på grunn av det. Kolonial som nettbasert aktør vil ikke ha det samme behovet, og vi anser derfor 2,71 % *ndm* til å være et rimelig estimat.

Vi får følgende oppstilling for de forskjellige budsjettpunktene:

Budsjettpunkt	Årstall	NDR
Budsjettpunkt 1	2020	-6,10%
Budsjettpunkt 2	2021	-5,14%
Budsjettpunkt M	2025	-0,61%
Budsjettpunkt T	2033	2,71%

Tabell 9.21 - Budsjettpunkt for NDR

Fremtidig utvikling i *ndm* for Kolonial vil i sin helhet se slik ut:



Figur 9.7 - Utvikling *ndm* for Kolonial.no, 2017-2035

Vi får følgende beregning for netto driftsresultat:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
DI	1 854 137 523	2 595 792 532	3 445 655 007	4 318 783 985	5 244 731 272	6 226 020 493
* ndm	-6,10%	-5,14%	-3,35%	-2,31%	-1,43%	-0,61%
= NDR	-113 064 493	-133 384 233	-115 478 385	-99 975 066	-74 934 634	-37 792 359

Tabell 9.22 - Fremskrevet NDR, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
DI	7 241 048 614	8 245 020 004	9 270 040 891	10 315 238 001	11 379 667 411	12 462 328 968	13 520 879 191	13 956 792 336	14 406 759 321	14 871 233 241
* ndm	0,02%	0,50%	0,91%	1,27%	1,58%	1,87%	2,54%	2,71%	2,71%	2,71%
= NDR	1 744 487	41 385 834	84 384 941	130 649 494	180 066 564	233 373 828	343 814 509	378 025 523	390 213 066	402 793 536

Tabell 9.23 - Fremskrevet NDR, 2026-2035

9.4.5 Steg 4: Budsjettere netto finansiell gjeld

Steg 4 tar for seg budsjetteringen av netto finansiell gjeld. Her tas det utgangspunkt i to budsjett drivere, finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel. Vi skal dermed fremskrive disse, og starter med finansiell gjeldsdel.

Finansiell gjeld

$$FG_t = fgd_t * NDE_t$$

FG= Finansiell gjeld, fgd_t= finansiell gjeldsdel, NDE_t= Netto driftseiendeler Kilde: (Knivsflå, 2019, F15, s. 32)

Når vi budsjetterer den finansielle gjelden multipliserer vi altså den fremskrevne finansielle gjeldsdelen med netto driftseiendelene vi budsjetterte i steg 2. Slik vi ser fra tabell 9.24, har Kolonial hatt en stabil finansiell gjeldsdel i 2017 og 2018, mens det i 2019 har økt veldig på grunn av negativ egenkapital.

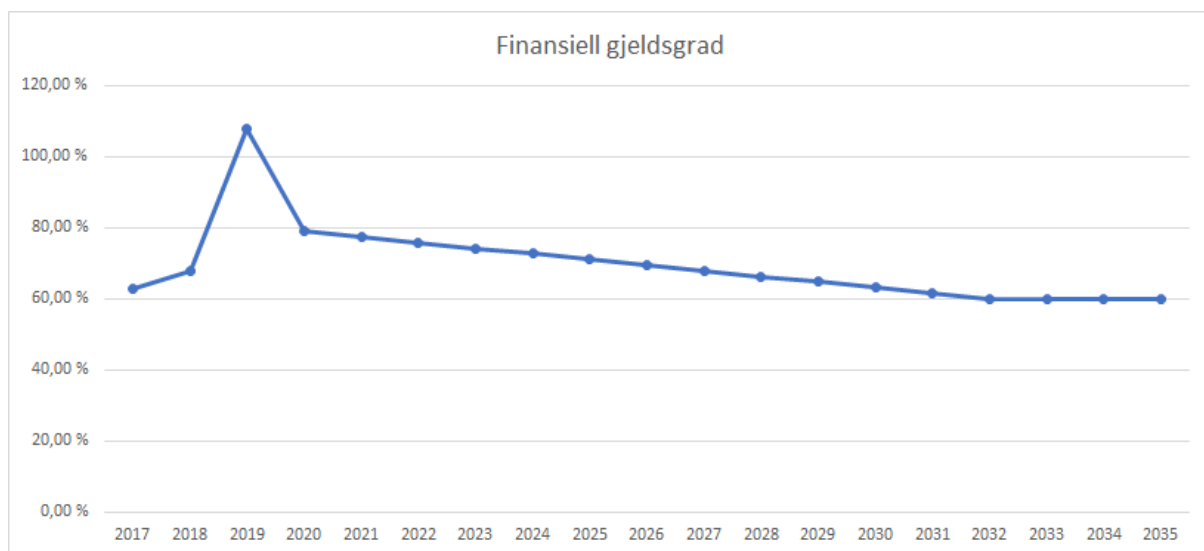
	2017	2018	2019	Tidsvektet
fgd, Kolonial	0,47	0,58	1,09	0,71
fgd, Bunnpris	0,74	0,71	0,76	0,74

Tabell 9.24 - Historisk finansiell gjeldsdel for Kolonial og Bunnpris, 2017-2019

Et mål på optimal netto finansiell gjeldsdel er bransjesnittet eller det tidsvekte gjennomsnittet til virksomheten. En annen mulighet er å bruke en vanlig kapitalstruktur i næringslivet.

(Knivsflå, 2019, F15, s. 31). Typisk finansiell gjeldsdel på Oslo børs er om lag 50 % mens

ikke-børsnoterte virksomheter har typisk høyere fgd på rundt 60-70 % (Knivsflå, 2019, F15, s. 32). Til tross for den høye finansielle gjeldsdelen i 2019, vil vi benytte oss av det tidsvektede gjennomsnittet for første budsjettpunkt i 2020. Munthe- Kaas opplyser om at et av de konvertible lånene blir gjort om til egenkapital (Solem, 2020). Dette taler for at *fdg* reduseres allerede i budsjettpunkt 1 relativt til 2019. Det ble også opplyst om at investering i videre vekst vil bli gjort mye gjennom emisjoner, og dette taler for en *fdg* lavere enn bransjesnittet. For budsjettpunkt T vil den derfor settes til 60 % og vi forutsetter en lineær utvikling frem til dette punktet. Vi får følgende utvikling for finansiell gjeldsgrad:



Figur 9.8 - Utvikling fgd for Kolonial.no, 2017-2035

Finansielle eiendeler

For finansielle eiendeler tar vi utgangspunkt i følgende formel fra Knivsflå (2019, F15, s. 36):

$$FE_t = fed_t * NDE_t$$

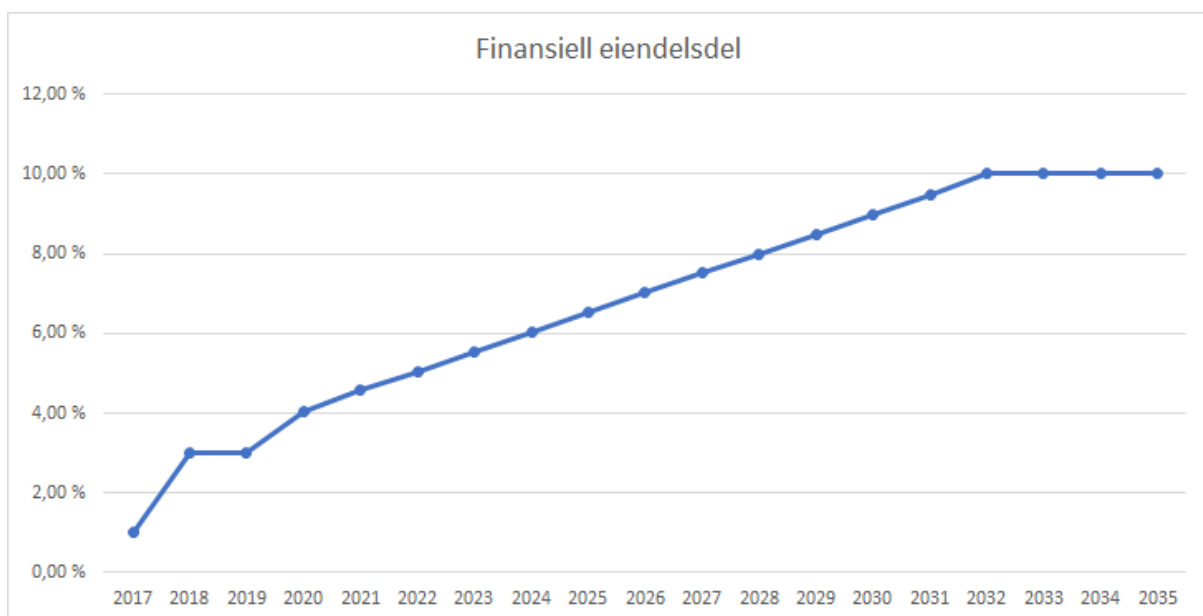
FE= Finansielle eiendeler, fed_t= finansiell eiendelsdel, NDE_t= Netto driftseiendeler

Her multipliserer vi den finansielle eiendelsdelen med netto driftseiendelene. Slik vi ser fra tabell 9.25 har Kolonial hatt en stabil finansiell eiendelsdel gjennom hele analyseperioden.

	2017	2018	2019	Tidsvektet
fed, Kolonial	0,02	0,03	0,04	0,03
fed, Bunnpris	0,09	0,10	0,26	0,15

Tabell 9.25 - Historisk finansiell eiendelsdel for Kolonial og Bunnpris, 2017-2019

Knivsflå (2019) peker på at typisk finansiell eiendelsdel ligger på omtrent 20 % (Knivsflå, 2019, F15, s. 36). Det nevnes også at dette vil være et høyt estimat for “steady state”, da det er optimalt for et selskap å redusere tilgjengelige kontanter, siden disse skal benyttes til investeringer i konstant vekst. Det tidsvektede gjennomsnittet for Kolonial ligger på 3 %, mens det er 15 % for Bunnpris. Vi ser at Kolonial avviker i stor grad fra 20 %, men dette virker urimelig høyt. Vi antar derfor en at fed konvergerer lineært mot $fed_{\tau=10}$ % i steady state. Vi får følgende utvikling for finansiell eiendelsdel:



Figur 9.9 - Utvikling fed for Kolonial.no, 2017-2035

Netto finansiell gjeld

Ved hjelp av finansiell gjeld og finansiell eiendeler har vi beregnet netto finansiell gjeld. Vi viser utregningen under i tabell 9.26.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
NDE	648 948 133	1 276 168 521	1 489 235 857	1 777 875 007	2 110 515 421	2 454 592 750
* fgd	79,00%	77,42%	75,83%	74,25%	72,67%	71,08%
= FG	512 669 025	987 967 130	1 129 337 192	1 320 072 193	1 533 641 206	1 744 806 347
NDE	648 948 133	1 276 168 521	1 489 235 857	1 777 875 007	2 110 515 421	2 454 592 750
* fed	4,06%	4,56%	5,05%	5,54%	6,03%	6,52%
= FE	26 375 904	58 143 698	75 173 949	98 485 849	127 290 077	160 111 553
NFG = FG - FE	486 293 121	929 823 432	1 054 163 243	1 221 586 344	1 406 351 129	1 584 694 793

Tabell 9.26 - Fremskrevet netto finansiell gjeld, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
NDE	2 757 531 774	3 059 419 436	3 360 012 378	3 659 057 045	3 956 294 911	4 238 520 123	4 268 132 213	4 405 736 795	4 547 777 750	4 694 398 104
* fgd	69,50%	67,92%	66,33%	64,75%	63,17%	61,58%	60,00%	60,00%	60,00%	60,00%
= FG	1 916 484 583	2 077 855 700	2 228 808 211	2 369 239 437	2 499 059 618	2 610 221 975	2 560 879 328	2 643 442 077	2 728 666 650	2 816 638 863
NDE	2 757 531 774	3 059 419 436	3 360 012 378	3 659 057 045	3 956 294 911	4 238 520 123	4 268 132 213	4 405 736 795	4 547 777 750	4 694 398 104
* fed	7,01%	7,51%	8,00%	8,49%	8,98%	9,47%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
= FE	193 431 020	229 650 706	268 735 637	310 645 190	355 333 305	401 522 317	426 813 221	440 573 680	454 777 775	469 439 810
NFG = FG - FE	1 723 053 562	1 848 204 994	1 960 072 574	2 058 594 247	2 143 726 314	2 208 699 659	2 134 066 106	2 202 868 398	2 273 888 875	2 347 199 052

Tabell 9.27 - Fremskrevet netto finansiell gjeld, 2026-2035

9.4.6 Steg 5: Budsjettere netto finanskostnad

Videre skal netto finanskostnad budsjetteres. Dette kan gjøres separat for netto finanskostnader og netto finansinntekter, eller samlet for netto finanskostnad i sin helhet. Det skilles her mellom netto finanskostnader og finanskostnad, hvor vi i den sistnevnte refererer til den samlede posten. Vi vil forenkle dette ved å budsjettere denne posten samlet.

Fremskrivningen baserer seg på følgende forhold (Knivsflå, 2020, F14, s. 41):

$$NFK_t - NFI_t = nfg_r_t * NFG_{t-1}$$

Budsjettdriveren for dette er altså nfg_r , som multipliseres med inngående netto finansiell gjeld. Denne representerer en netto finansiell gjeldsrente. Dersom kapitalmarkedene anses som velfungerende og netto finansiell gjeld er balanseført eller justert til virkelig verdier, vil nfg_r tilsvare nfg_k , altså netto finansielt gjeldskrav. Knivsflå (2020) nevner at det er rimelig å budsjettere med en rente lik kravet (Knivsflå, 2020, F14, s. 42). Vi vil derfor

videre ta utgangspunkt i kravet til netto finansiell gjeld fra kapittel 10.2.4, og netto finanskostnad vil se slik ut gjennom budsjetteringsperioden:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
NFG (t-1)	307 594 147	486 293 121	929 823 432	1 054 163 243	1 221 586 344	1 406 351 129
* nfgr (t)	5,57%	4,99%	3,96%	4,14%	3,55%	3,07%
=NFK	17 142 596	24 279 292	36 788 785	43 596 999	43 405 915	43 147 718

Tabell 9.28 - Fremskrevet netto finanskostnad, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
NFG (t-1)	1 584 694 793	1 723 053 562	1 848 204 994	1 960 072 574	2 058 594 247	2 143 726 314	2 208 699 659	2 160 494 170	2 202 868 398	2 273 888 875
* nfgr (t)	3,24%	3,42%	3,60%	1,83%	1,99%	2,15%	2,32%	2,62%	2,62%	2,62%
=NFK	51 400 215	58 953 133	66 572 323	35 849 712	40 978 178	46 173 172	51 227 107	56 643 836	57 754 804	59 616 819

Tabell 9.29 - Fremskrevet netto finanskostnad, 2026-2035

9.4.7 Steg 6: Budsjettere minoritetsinteresser

Steg 6 tar for seg budsjetteringen av minoritetsinteressene. Budsjettdriveren som setter grunnlaget for dette er mid_t , som representerer minoritetsdelen. Dette er gitt ved følgende forhold:

$$MI_t = mid_t * NDE_t$$

MI_t = Minoritetsinteresser, mid_t = Minoritetsdel, NDE_t = Netto driftseiendeler

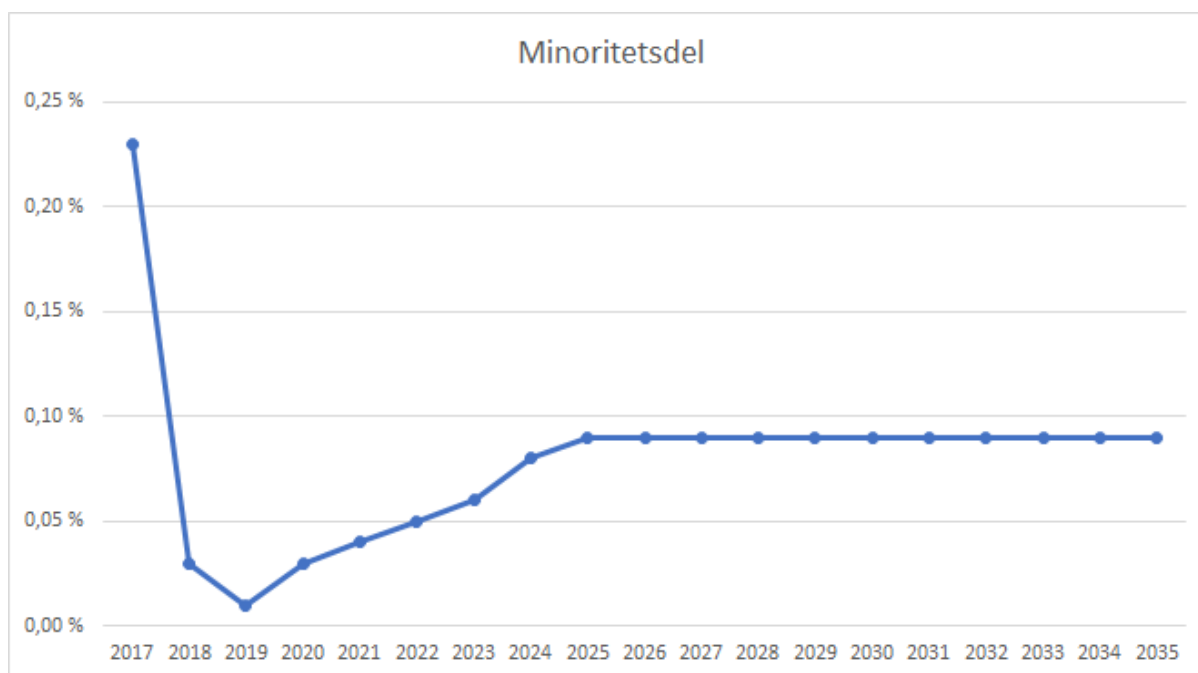
Slik vi ser fra tabell 9.30, har Kolonial hatt en relativt liten minoritetsdel gjennom hele analyseperioden. Bunnpris sin har derimot vært noe høyere.

	2017	2018	2019	Tidsvektet
Minoritetsdel Kolonial	0,33%	0,04%	0,01%	0,13%
Minoritetsdel Bunnpris	1,82%	1,99%	0,92%	1,58%

Tabell 9.30 - Historisk minoritetsdel for Kolonial og Bunnpris, 2017-2019

Ifølge Knivsflå (2019, F15) er et passende mål på optimal minoritetsdel, bransjegjennomsnittet eller det tidsvektede snittet for virksomheten. Det nevnes også at det er optimalt å presse ut minoriteten når datterselskapene er lønnsomme. Vi kan ifra tabell 9.34 og 9.35 i kap 9.4.8 se et økende minoritetsresultat, som taler for at minoritetsdelen ikke vil økes ytterligere. Med utgangspunkt i det lave nivået i 2018 og 2019, anser vi det derimot som rimelig at den vender mot et litt lavere nivå enn det tidsvektede snittet på 0,13 %. Vi benytter

dermed det tidsvektede snittet som estimat for tidspunkt T. Vi får følgende utvikling for minoritetsdel:



Figur 9.10 - Utvikling mid for Kolonial.no, 2017-2035

Vi får følgende beregning for minoritetsinteresser:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
NDE	648 948 133	1 276 168 521	1 489 235 857	1 777 875 007	2 110 515 421	2 454 592 750
* mid	0,03%	0,04%	0,05%	0,06%	0,08%	0,09%
= MI	166 287	491 315	765 086	1 142 278	1 627 731	2 209 133

Tabell 9.31 - Fremskrevet minoritetsinteresser, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
NDE	2 757 531 774	3 059 419 436	3 360 012 378	3 659 057 045	3 956 294 911	4 238 520 123	4 268 132 213	4 405 736 795	4 547 777 750	4 694 398 104
* mid	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%
= MI	2 481 779	2 753 477	3 024 011	3 293 151	3 560 665	3 814 668	3 841 319	3 965 163	4 093 000	4 224 958

Tabell 9.32 - Fremskrevet minoritetsinteresser, 2026-2035

9.4.8 Steg 7: Budsjettere minoritetsresultat

Siste steget er budsjettering av minoritetsresultat og det tar utgangspunkt i minoritetsrentabilitet som budsjettdriver. Fremskrivningen av denne vil stå sentralt i dette steget (Knivsflå, 2019, F15, s. 58).

$$NMR_t = mir_t * MI_{t-1}$$

	2017	2018	2019	Tidsvektet
Minoritetskrav	10,15 %	9,98 %	9,30 %	9,81%
Minoritetsrentabilitet	-37,34 %	262,92 %	-304,59 %	-26,34 %

Tabell 9.33 - Historisk minoritetsrentabilitet og -krav for Kolonial.no, 2027-2019

Slik vi ser fra tabell 9.33 så er minoritetsrentabiliteten urimelig i hele analyseperioden. Ifølge Knivsflå (2019), kan rentabiliteten settes lik kravet dersom majoriteten klarer å skvise minoriteten eller minoritetsinteressene er balanseført tilnærmet virkelig verdi (Knivsflå, 2019, F15, s. 59). Med en negativ tidsvektet minoritetsrentabilitet vil vi forenkle denne ved å sette den lik det tidsvektede minoritetskravet på 9,81 %.

Vi får følgende beregning for minoritetsresultatet:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
MI (t-1)	37 153	166 287	491 315	765 086	1 142 278	1 627 731
* mir	9,89%	9,74%	9,82%	9,46%	9,45%	9,40%
= NMR	3 674	16 200	48 256	72 348	107 929	152 947

Tabell 9.34 - Fremskrevet minoritetsresultat, 2020-2035

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
MI (t-1)	2 209 133	2 481 779	2 753 477	3 024 011	3 293 151	3 560 665	3 814 668	3 888 890	3 965 163	4 093 000
* mir	9,12%	8,88%	8,67%	8,99%	8,80%	8,62%	8,46%	8,67%	8,67%	8,67%
= NMR	201 524	220 459	238 824	271 940	289 663	306 974	322 813	337 321	343 937	355 025

Tabell 9.35 - Fremskrevet minoritetsresultat, 2026-2035

9.5 Budsjettert fremtidsregnskap

Beregningene vi har foretatt i de foregående delkapitlene har lagt et god grunnlag for å utarbeide det endelige fremtidsregnskapet, balanseoppstilling og fri kontantstrømoppstilling for Kolonial.no. Dette vil sammen med fremtidskravene i kapittel 10 danne grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. Resultatet presenteres hver for seg i de tre kommende delkapitlene.

9.5.1 Fremtidsregnskap

Unormale poster er ikke tatt med på grunn av at de er vanskelig å predikere, og derfor er nettoresultatet til egenkapitalen lik fullstendig nettoresultat. Netto betalt utbytte fastsettes som differansen mellom fullstendig nettoresultat og endring i egenkapitalen i balansen. Vi får følgende fremtidig resultatregnskap for Kolonial:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	1 854 137 523	2 595 792 532	3 445 655 007	4 318 783 985	5 244 731 272	6 226 020 493
Netto driftsresultat	-113 064 493	-133 384 233	-115 478 385	-99 975 066	-74 934 634	-37 792 359
- Netto finanskostnad	17 142 596	24 279 292	36 788 785	43 596 999	43 405 915	43 147 718
- Netto minoritetsresultat	3 674	16 200	48 256	72 348	107 929	152 947
= Nettoresultat til egenkapital	-130 210 763	-157 679 725	-152 315 426	-143 644 414	-118 448 479	-81 093 024
= Fullstendig nettoresultat	-130 210 763	-157 679 725	-152 315 426	-143 644 414	-118 448 479	-81 093 024
+ Emisjon	308 908 063	341 044 774	240 769 179	264 483 271	265 838 656	246 245 286
- Netto betalt utbytte						
= Endring i egenkapital	178 697 300	183 365 049	88 453 754	120 838 857	147 390 176	165 152 262

Tabell 9.36 - Fremtidsresultat, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Driftsinntekter	7 241 048 614	8 245 020 004	9 270 040 891	10 315 238 001	11 379 667 411	12 462 328 968	13 520 879 191	13 956 792 336	14 406 759 321	14 871 233 241
Netto driftsresultat	1 744 487	41 385 834	84 384 941	130 649 494	180 066 564	233 373 828	339 237 199	378 025 523	390 213 066	402 793 536
- Netto finanskostnad	51 400 215	58 953 133	66 572 323	35 849 712	40 978 178	46 173 172	51 227 107	56 643 836	57 754 804	59 616 819
- Netto minoritetsresultat	201 524	220 459	238 824	271 940	289 663	306 974	322 813	337 321	343 937	355 025
= Nettoresultat til egenkapital	-49 857 251	-17 787 758	17 573 794	94 527 841	138 798 724	186 893 682	287 687 279	321 044 367	332 114 326	342 821 692
= Fullstendig nettoresultat	-49 857 251	-17 787 758	17 573 794	94 527 841	138 798 724	186 893 682	287 687 279	321 044 367	332 114 326	342 821 692
+ Emisjon	214 164 861	194 252 289	170 881 036	105 726 012	73 039 561	30 104 182				
- Netto betalt utbytte							157 087 795	278 746 412	261 221 686	269 643 473
= Endring i egenkapital	164 307 609	176 464 531	188 454 829	200 253 853	211 838 285	216 997 864	130 599 484	42 297 954	70 892 640	73 178 219

Tabell 9.37 - Fremtidsresultat, 2026-2035

9.5.2 Fremtidsbalanse

Vi har utarbeidet en fremtidsbalanse for både sysselsatt kapital og netto driftskapital.

Fremtidsbalansen for sysselsatt kapital er presentert i tabell 9.38 og 9.39, mens fremtidsbalansen for netto driftskapital er presentert i tabell 9.40 og 9.41.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Netto driftseiendeler	648 948 133	1 276 168 521	1 489 235 857	1 777 875 007	2 110 515 421	2 454 592 750
+ Finansielle eiendeler	26 375 904	58 143 698	75 173 949	98 485 849	127 290 077	160 111 553
= Sysselsatte eiendeler	675 324 037	1 334 312 219	1 564 409 806	1 876 360 856	2 237 805 499	2 614 704 304
Egenkapital, majoritet	162 488 725	345 853 774	434 307 528	555 146 385	702 536 562	867 688 824
+ Minoritetsinteresser	166 287	491 315	765 086	1 142 278	1 627 731	2 209 133
+ Finansiell gjeld	512 669 025	987 967 130	1 129 337 192	1 320 072 193	1 533 641 206	1 744 806 347
= Sysselsatt kapital	675 324 037	1 334 312 219	1 564 409 806	1 876 360 856	2 237 805 499	2 614 704 304

Tabell 9.38 - Fremtidsbalanse - sysselsatt kapital, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Netto driftseiendeler	2 757 531 774	3 059 419 436	3 360 012 378	3 659 057 045	3 956 294 911	4 238 520 123	4 268 132 213	4 405 736 795	4 547 777 750	4 694 398 104
+ Finansielle eiendeler	193 431 020	229 650 706	268 735 637	310 645 190	355 333 305	401 522 317	426 813 221	440 573 680	454 777 775	469 439 810
= Sysselsatte eiendeler	2 950 962 794	3 289 070 142	3 628 748 016	3 969 702 235	4 311 628 215	4 640 042 439	4 694 945 434	4 846 310 475	5 002 555 525	5 163 837 915
Egenkapital, majoritet	1 031 996 433	1 208 460 964	1 396 915 794	1 597 169 647	1 809 007 931	2 026 005 796	2 130 224 787	2 198 903 235	2 269 795 875	2 342 974 094
+ Minoritetsinteresser	2 481 779	2 753 477	3 024 011	3 293 151	3 560 665	3 814 668	3 841 319	3 965 163	4 093 000	4 224 958
+ Finansiell gjeld	1 916 484 583	2 077 855 700	2 228 808 211	2 369 239 437	2 499 059 618	2 610 221 975	2 560 879 328	2 643 442 077	2 728 666 650	2 816 638 863
= Sysselsatt kapital	2 950 962 794	3 289 070 142	3 628 748 016	3 969 702 235	4 311 628 215	4 640 042 439	4 694 945 434	4 846 310 475	5 002 555 525	5 163 837 915

Tabell 9.39 - Fremtidsbalanse - sysselsatt kapital, 2026-2035

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Netto driftseiendeler	648 948 133	1 276 168 521	1 489 235 857	1 777 875 007	2 110 515 421	2 454 592 750
Egenkapital, majoritet	162 488 725	345 853 774	434 307 528	555 146 385	702 536 562	867 688 824
+ Minoritetsinteresser	166 287	491 315	765 086	1 142 278	1 627 731	2 209 133
+ Netto finansiell gjeld	486 293 121	929 823 432	1 054 163 243	1 221 586 344	1 406 351 129	1 584 694 793
= Netto driftskapital	648 948 133	1 276 168 521	1 489 235 857	1 777 875 007	2 110 515 421	2 454 592 750

Tabell 9.40 - Fremtidsbalanse - Netto driftskapital, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Netto driftseiendeler	2 757 531 774	3 059 419 436	3 360 012 378	3 659 057 045	3 956 294 911	4 238 520 123	4 268 132 213	4 405 736 795	4 547 777 750	4 694 398 104
Egenkapital, majoritet	1 031 996 433	1 208 460 964	1 396 915 794	1 597 169 647	1 809 007 931	2 026 005 796	2 130 224 787	2 198 903 235	2 269 795 875	2 342 974 094
+ Minoritetsinteresser	2 481 779	2 753 477	3 024 011	3 293 151	3 560 665	3 814 668	3 841 319	3 965 163	4 093 000	4 224 958
+ Netto finansiell gjeld	1 723 053 562	1 848 204 994	1 960 072 574	2 058 594 247	2 143 726 314	2 208 699 659	2 134 066 106	2 202 868 398	2 273 888 875	2 347 199 052
= Netto driftskapital	2 757 531 774	3 059 419 436	3 360 012 378	3 659 057 045	3 956 294 911	4 238 520 123	4 268 132 213	4 405 736 795	4 547 777 750	4 694 398 104

Tabell 9.41 - Fremtidsbalanse - Netto driftskapital, 2026-2035

9.5.3 Fremtidig fri kontantstrøm

For å beregne fremtidig fri kontantstrøm, tar vi utgangspunkt i det fremtidige resultatregnskapet og fremtidsbalansen. Utviklingen i fri kontantstrøm til egenkapital er presentert i tabell 9.42 og 9.43 under.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Netto driftsresultat	-113 064 493	-133 384 233	-115 478 385	-99 975 066	-74 934 634	-37 792 359
- Endring i netto driftseiendeler	357 525 408	627 220 388	213 067 336	288 639 150	332 640 414	344 077 329
= Fri kontantstrøm fra drift	-470 589 901	-760 604 621	-328 545 721	-388 614 216	-407 575 048	-381 869 688
- Endring i finansielle eiendeler	15 861 883	31 767 794	17 030 251	23 311 900	28 804 229	32 821 476
- Netto finanskostnad	17 142 596	24 279 292	36 788 785	43 596 999	43 405 915	43 147 718
+ Endring i finansiell gjeld	194 560 857	475 298 105	141 370 062	190 735 001	213 569 013	211 165 141
- Netto minoritetsresultat	3 674	16 200	48 256	72 348	107 929	152 947
+ Endring i minoritetsinteresser	129 134	325 028	273 771	377 192	485 453	581 403
= Fri kontantstrøm til egenkapital	-308 908 063	-341 044 774	-240 769 179	-264 483 271	-265 838 656	-246 245 286

Tabell 9.42 - Fremtidig fri kontantstrøm, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Netto driftsresultat	1 744 487	41 385 834	84 384 941	130 649 494	180 066 564	233 373 828	339 237 199	378 025 523	390 213 066	402 793 536
- Endring i netto driftseiendeler	302 939 024	301 887 662	300 592 942	299 044 667	297 237 865	282 225 212	82 468 217	84 748 456	142 040 954	146 620 355
= Fri kontantstrøm fra drift	-301 194 536	-260 501 828	-216 208 001	-168 395 173	-117 171 301	-48 851 384	256 768 982	293 277 067	248 172 112	256 173 181
- Endring i finansielle eiendeler	33 319 467	36 219 686	39 084 931	41 909 552	44 688 115	46 189 012	30 576 517	8 474 846	14 204 095	14 662 035
- Netto finanskostnad	51 400 215	58 953 133	66 572 323	35 849 712	40 978 178	46 173 172	51 227 107	56 643 836	57 754 804	59 616 819
+ Endring i finansiell gjeld	171 678 236	161 371 117	150 952 511	140 431 226	129 820 182	111 162 357	-17 628 972	50 849 074	85 224 573	87 972 213
- Netto minoritetsresultat	201 524	220 459	238 824	271 940	289 663	306 974	322 813	337 321	343 937	355 025
+ Endring i minoritetsinteresser	272 645	271 699	270 534	269 140	267 514	254 003	74 221	76 274	127 837	131 958
= Fri kontantstrøm til egenkapital	-214 164 861	-194 252 289	-170 881 036	-105 726 012	-73 039 561	-30 104 182	157 087 795	278 746 412	261 221 686	269 643 473

Tabell 9.43 - Fremtidig fri kontantstrøm, 2026-2035

10. Fremtidskrav og strategisk fordel

I dette kapittelet skal vi budsjettere fremtidskravene for Kolonial. Dette blir først og fremst benyttet som diskonteringsrente for å beregne nåverdien som vi trenger i den fundamentale verdsettelsen (Knivsflå, 2020, F16, s. 5). Vi vil ta utgangspunkt i teorien fra kapittel 7 og vi vil derfor ikke gå i detalj på det. Siden vi ikke kjenner til verdiene før de er estimert, vil vi i første omgang benytte budsjetterte vekter (Knivsflå, 2020, F16, s. 14). Disse konvergeres til verdibaserte krav i kapittel 11.

Vi vil starte med å budsjettere kravene til egenkapitalen og minoritetene, og deretter budsjettere kravet for netto finansiell gjeld. Dette er det siste steget vi trenger før vi kan begynne på utregningen av den fundamentale verdsettelsen av Kolonial.

10.1 Krav til egenkapital og minoritet

Vi estimerer kravet til egenkapital og minoritet ved hjelp av kapitalverdimodellen, CAPM. Slik vi sa innledningsvis, vil vi ikke gå i detalj på teori vi har gått igjennom i kapittel 7. På det grunnlaget vil vi gå gjennom risikofri rente, egenkapitalbeta, markedsrisikopremie og likviditetspremier tilknyttet egenkapital og minoritet.

10.1.1 Risikofri rente

Rentenivået har de siste årene holdt seg på et lavt nivå, særlig under nå under corona-krisen. For 2020 tar vi utgangspunkt i gjennomsnittlig 3 måneders NIBOR-rente som er lik 0,27 %. (NoRe, 2020). Risikofri rente er tilbakevendende til gjennomsnittet, slik at en lav rente i dag vil gradvis gå mot en normalrente i «steady state». (Knivsflå, 2020, F16, s. 21). Vi benytter formelen til Knivsflå (2020) for å beregne estimatet på langsiktig rente:

Normalrente = $2/3 * \text{Gjennomsnittlig NIBOR3M (1999-2019)} + 1/3 * \text{Statsobligasjonsrente i dag (26.10.2020)}$

Vi vil ta utgangspunkt i gjennomsnittlig tre måneders NIBOR-rente som utgjør 3,15 %, og statsobligasjonsrenten som utgjør 1,49 % (Norges bank A, 2020). Ved å bruke formelen, gir

dette et langsiktig estimat på 2,6 %. (Knivsflå, 2020, F16, s. 21). Da koronakrisen inntraff, varslet Norges Bank om at rentehevingen ville komme i 2023. Etter en stor oppgang i økonomien for andre kvartal, ga de derimot et nytt rentesignal om at den kan settes opp i 2022. Gjennom 2023 kan renten bli satt opp to eller tre ganger, viser prognosene. (Knudsen & Nilsen, 2020). Vi forventer derfor at renten ikke vil øke på kort sikt og at den øker svakt på mellomlang sikt. Renten i 2021 og 2022 vil derfor fortsatt være på 0,27 %, og øker til 0,46 % i 2023. Fra det året vil den langsomt stige til vårt langsiktig estimat på 2,6 % i år T.

Vi skal finne den risikofrie renten som er etter skatt siden fri kontantstrøm til egenkapitalen også er etter selskapsskatt. Denne ligger på 22 % i 2020, og vi vil legge til grunn at den vil holde seg på dette nivået utover. Slik som i kapittel 7 vil renten korrigeres for kredittrisikopremien.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
NIBOR - rente, 3mnd	0,27%	0,27%	0,27%	0,46%	0,66%	0,85%
- Kredittrisikopremie	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%
= Risikofri rente før skatt	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,14%	0,06%	0,25%
- Skatt	-0,07%	-0,07%	-0,07%	-0,03%	0,01%	0,06%
= Risikofri rente etter skatt	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,11%	0,05%	0,20%

Tabell 10.1 - Fremskrevet risikofri rente, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
NIBOR - rente, 3mnd	1,05%	1,24%	1,43%	1,63%	1,82%	2,02%	2,21%	2,60%	2,60%	2,60%
- Kredittrisikopremie	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%
= Risikofri rente før skatt	0,45%	0,64%	0,83%	1,03%	1,22%	1,42%	1,61%	2,00%	2,00%	2,00%
- Skatt	0,10%	0,14%	0,18%	0,23%	0,27%	0,31%	0,35%	0,44%	0,44%	0,44%
= Risikofri rente etter skatt	0,35%	0,50%	0,65%	0,80%	0,95%	1,10%	1,25%	1,56%	1,56%	1,56%

Tabell 10.2 - Fremskrevet risikofri rente, 2026-2035

10.1.2 Egenkapitalbeta

Slik vi diskuterte i kapittel 7.5, er netto driftsbeta konstant ifølge Miller & Modiglianis teorem. Vi estimerte denne til 0,5256 og legger til grunn at denne er konstant i hele budsjettperioden. Vi benytter betaverdien til netto finansiell gjeld fra tabell 10.22 og 10.23 fra kapittel 10.2.4. Fremtidig egenkapitalbeta er presentert i tabellene under:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Beta til egenkapital	1,4093	1,3806	1,3963	1,3123	1,2989	1,2767
* Egenkapital/Netto driftskapital	0,2504	0,2710	0,2916	0,3123	0,3329	0,3535
+ Beta til egenkapital	1,4093	1,3806	1,3963	1,3123	1,2989	1,2767
* Minoritetsinteresser/Netto driftskapital	0,0003	0,0004	0,0005	0,0006	0,0008	0,0009
+ Beta til netto finansiell gjeld	0,2300	0,2071	0,1662	0,1673	0,1384	0,1133
* Netto finansiell gjeld/Netto driftskapital	0,7494	0,7286	0,7079	0,6871	0,6664	0,6456
= Netto driftsbeta	0,5256	0,5256	0,5256	0,5256	0,5256	0,5256

Tabell 10.4 - Fremskrevet egenkapitalbeta, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Beta til egenkapital	1,2107	1,1517	1,0984	1,1495	1,0988	1,0524	1,0092	1,0092	1,0092	1,0092
* Egenkapital/Netto driftskapital	0,3742	0,3950	0,4157	0,4365	0,4572	0,4780	0,4991	0,4991	0,4991	0,4991
+ Beta til egenkapital	1,2107	1,1517	1,0984	1,1495	1,0988	1,0524	1,0092	1,0092	1,0092	1,0092
* Minoritetsinteresser/Netto driftskapital	0,0009	0,0009	0,0009	0,0009	0,0009	0,0009	0,0009	0,0009	0,0009	0,0009
+ Beta til netto finansiell gjeld	0,1142	0,1153	0,1164	0,0405	0,0409	0,0414	0,0420	0,0420	0,0420	0,0420
* Netto finansiell gjeld/Netto driftskapital	0,6249	0,6041	0,5834	0,5626	0,5419	0,5211	0,5000	0,5000	0,5000	0,5000
= Netto driftsbeta	0,5256	0,5256	0,5256	0,5256	0,5256	0,5256	0,5256	0,5256	0,5256	0,5256

Tabell 10.5 - Fremskrevet egenkapitalbeta, 2026-2035

10.1.3 Markedets risikopremie

Slik vi snakket om i kapittel 7.2.3, er markedets risikopremie den meravkastningen investorer forventer å få i aksjemarkedet relativt til den risikofrie renten. Denne er veldig utfordrende å estimere. Den beste prediksjonen antas å være dagens nivå, og markedets risikopremie etter skatt er konstant framover i tid (Knivsflå, 2020, F16, s. 29). Slik vi snakket om i kapittel 7.2.3 tar vi her også utgangspunkt i den gjennomsnittlige risikopremien etter skatt over vår analyseperiode, basert på estimatene fra Knivsflå (2020, F10, s. 41). Vi anser dette som et rimelig estimat og bruker markedets risikopremie på 5,07 % videre.

10.1.4 Likviditetspremie

Vi estimerte likviditetspremien i kapittel 7.2.4, men vi legger til grunn at fremtidig vekst vil redusere likviditetspremien, siden bedriftsspesifikk risiko tilknyttet nyetablering vil falle når Kolonial nærmer seg en "steady state". Illikviditetspremien holdes konstant på 2 % for majoritet og 3 % for minoritet frem til 2023 og deretter faller den lineært mot henholdsvis 1

% og 2 % i “steady state”.

10.1.5 Egenkapital- og minoritetskrav

Fra delkapitlene over kan vi beregne egenkapitalkrav og minoritetskrav. Våre beregninger for fremtidige krav er presentert i tabellene 10.6 og 10.7 under. Vi ser at egenkapitalkravet er noe ustabil i budsjettperioden, hvor mye skyldes av at den verdibaserte egenkapitalbetaen blir veldig lav i 2020 grunnet lav egenkapitalandel og høy finansiell gjeldsbeta. I «steady state» er kravet på 7,67 %. Videre ser vi lignende utvikling i minoritetskravet da skillet mellom disse kun er en premie på 1 %.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Risikofri rente etter skatt	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,11%	0,05%	0,20%
+ Egenkapitalbeta	1,4093	1,3806	1,3963	1,3123	1,2989	1,2767
* Markedsrisikopremie	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%
= Egenkapitalkrav CAPM	6,89%	6,74%	6,82%	6,55%	6,63%	6,67%
+ Likviditetspremie majoritet	2,00%	2,00%	2,00%	1,91%	1,82%	1,73%
= Egenkapitalkrav	8,89%	8,74%	8,82%	8,46%	8,45%	8,40%

Tabell 10.6 - Fremskrevet avkastningskrav, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Risikofri rente etter skatt	0,35%	0,50%	0,65%	0,80%	0,95%	1,10%	1,25%	1,56%	1,56%	1,56%
+ Egenkapitalbeta	1,2107	1,1517	1,0984	1,1495	1,0988	1,0524	1,0092	1,0092	1,0092	1,0092
* Markedsrisikopremie	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%
= Egenkapitalkrav CAPM	6,49%	6,34%	6,22%	6,63%	6,52%	6,44%	6,37%	6,67%	6,67%	6,67%
+ Likviditetspremie majoritet	1,64%	1,55%	1,45%	1,36%	1,27%	1,18%	1,09%	1,00%	1,00%	1,00%
= Egenkapitalkrav	8,12%	7,88%	7,67%	7,99%	7,80%	7,62%	7,46%	7,67%	7,67%	7,67%

Tabell 10.7 - Fremskrevet avkastningskrav, 2026-2035

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Egenkapitalkrav CAPM	6,89%	6,74%	6,82%	6,55%	6,63%	6,67%
+ Likviditetspremie minoritet	3,00%	3,00%	3,00%	2,91%	2,82%	2,73%
= Minoritetskrav	9,89%	9,74%	9,82%	9,46%	9,45%	9,40%

Tabell 10.8 - Fremskrevet minoritetskrav, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Egenkapitalkrav CAPM	6,49%	6,34%	6,22%	6,63%	6,52%	6,44%	6,37%	6,67%	6,67%	6,67%
+ Likviditetspremie minoritet	2,64%	2,55%	2,45%	2,36%	2,27%	2,18%	2,09%	2,00%	2,00%	2,00%
= Minoritetskrav	9,12%	8,88%	8,67%	8,99%	8,80%	8,62%	8,46%	8,67%	8,67%	8,67%

Tabell 10.9 - Fremskrevet minoritetskrav, 2026-2035

10.2 Finansielle krav

I dette delkapittelet skal vi beregne finansielle krav som vi trenger videre i oppgaven. Disse er knyttet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler som vi bruker for å komme frem til netto finansielt gjeldskrav. Kreditrisikopremien er en viktig faktor når vi skal beregne disse kravene og vi vil derfor starte med å se på fremtidig syntetisk rating.

10.2.1 Syntetisk rating

Vi skal gjennomføre en syntetisk rating for budsjettperioden ved hjelp av fremtidsregnskapet, på samme måte som kapittel 6. Vi ser på de fire forholdstallene likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet regner vi ut med budsjetterte verdier. Ut ifra fremtidsregnskapet vi har budsjettert, klarer vi ikke å beregne likviditetsgrad 1 fordi den ikke innehar fremtidig omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Derfor forutsetter vi en lineær konvergering mot gjennomsnittet til Bunnpris fra den historiske analysen. I 2017 til 2019 var det tidsvektede gjennomsnittet for Bunnpris på 1,18. I 2019 hadde Kolonial en likviditetsgrad 1 på 0,96, og dette vil konvergere mot 1,18. Videre er rentedekningsgraden lagget ett år for å unngå endogenitet. (Knivsflå, 2020, F16, s. 49). For egenkapitalprosenten har vi tatt utgangspunkt i egenkapitalen, minoritetsinteressene og total kapital fra tabell 9.38 og 9.39 i kapittel 9.5.2. For å regne ut netto driftsrentabilitet har vi tatt utgangspunkt i netto driftsresultat fra tabell 9.36 og 9.37 og netto driftseiendeler fra tabell 9.38 og 9.39 i fremtidsregnskapet.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Likviditetsgrad 1	0,87	0,89	0,92	0,94	0,97	0,99	1,01	1,04	1,06	1,08	1,11	1,13	1,16	1,18	1,18	1,18
	B	B	B	B	B	B	B	B	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Rentedekningsgrad	-5,840	-7,863	-4,732	-2,686	-1,681	-0,821	0,086	0,829	1,433	1,939	4,619	5,185	6,624	6,034	6,034	6,109
	D	CC	CCC	B	BB	BBB	A-	A	A	A	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Egenkapitalprosent	0,24	0,26	0,28	0,30	0,31	0,33	0,35	0,37	0,39	0,40	0,42	0,44	0,45	0,45	0,45	0,45
	B	B	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	-0,174	-0,105	-0,078	-0,056	-0,036	-0,015	0,001	0,014	0,025	0,036	0,046	0,055	0,079	0,086	0,086	0,086
	D	C	CCC	CCC	B	B	B	B	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Gjennomsnittsrating	CC	CCC	B	B	B+	BB	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 10.10 - Fremskrevet syntetisk rating, 2020-2035

10.2.2 Finansielt gjeldskrav

Vi ser av tabell 10.10 at Kolonial har hatt en rating mellom CC og BBB over budsjettperioden, og det gir en kredittrisikopremie på mellom 14,5 % og 1 %. Slik vi nevnte i kapittel 7.3.1, anser vi kravene som følger av lave ratinger blir urimelig. Dette begrunnes med at lånene innehar en konverteringsrett som allerede er benyttet for en andel. Frem til Kolonial oppnår en rating på B eller høyere, overstyrer vi kredittrisikopremien. Vi benytter den vi satte i kapittel 7.3.1, som startpunkt i 2020 og reduserer den noe i 2021, deretter benyttes premier som tilhører budsjettert rating. Finansielt gjeldskrav, *fgk*, er gitt ved summen av kredittrisikopremie og risikofri rente etter skatt. Slik som i kapittel 7.3.1, har vi hentet verdiene for kredittrisikopremien fra Knivsflå (2020), og risikofri rente etter skatt regnet vi ut i kapittel 10.1.1. (Knivsflå, 2020, F10 s. 61). Beregningene presenteres i tabellen under:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Syntetisk rating	CC	CCC	B	B	B+	BB
Risikofri rente etter skatt	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,11%	0,05%	0,20%
+ Kredittrisikopremie	5,58%	5,00%	4,00%	4,00%	3,30%	2,70%
= Krav til finansiell gjeld	5,32%	4,74%	3,74%	3,89%	3,35%	2,90%

Tabell 10.11 - Fremskrevet krav til finansiell gjeld, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Syntetisk rating	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente etter skatt	0,35%	0,50%	0,65%	0,80%	0,95%	1,10%	1,25%	1,56%	1,56%	1,56%
+ Kredittrisikopremie	2,70%	2,70%	2,70%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
= Krav til finansiell gjeld	3,05%	3,20%	3,35%	1,80%	1,95%	2,10%	2,25%	2,56%	2,56%	2,56%

Tabell 10.12 - Fremskrevet krav til finansiell gjeld, 2026-2035

Nedenfor har vi presentert fremtidig finansiell gjeldsbeta for Kolonial.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Markedsrisikodel	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
* Kredittrisikopremie	5,58%	5,00%	4,00%	4,00%	3,30%	2,70%
/ Markedspremie	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%
= Finansiell gjeldsbeta	0,22	0,20	0,16	0,16	0,13	0,11

Tabell 10.13 - Fremskrevet finansiell gjeldsbeta, 2020-2035

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Markedsrisikodel	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
* Kredittrisikopremie	2,70%	2,70%	2,70%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
/ Markedspremie	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%
= Finansiell gjeldsbeta	0,11	0,11	0,11	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04

Tabell 10.14 - Fremskrevet finansiell gjeldsbeta, 2026-2035

10.2.3 Finansielt eiendelskrav

Vi regnet ut det finansielle eiendelskravet i kapittel 7, og bruker samme fremgangsmåte i dette kapitlet. I analyseperioden bestod de finansielle eiendelene kun av fordringer, og vi anser det som rimelig å anta at kontanter vil utgjøre en del av disse i fremtiden. Dette vil påvirke estimeringen av kravet, siden kontantkravet bruker en annen formel. Forskjellen mellom kontant- og fordringskrav ligger derimot kun i risikopremien knyttet til den syntetiske ratingen til selskapet som innehar fordringene. Vi setter dermed kontantvekten på tidspunkt T lik det tidsvektede gjennomsnittet for Bunnpris i analyseperioden, som er fremstilt i tabell 10.15. Det tas utgangspunkt i at denne vil ha en lineær vekst fra og med netto driftsresultat blir positivt. Vi forutsetter at vi har lite grunnlag for å inkludere den tredje

posten finansielle eiendeler kan bestå av, som er finansielle investeringer, og vil derfor ikke inkludere denne. Fordringsvekten vil dermed tilsvare 1 minus kontantvekt.

	2017	2018	2019	Tidsvektet
Kontantvekt	0,460	0,334	0,173	0,322

Tabell 10.15 - Historisk kontantvekt Bunnpris, 2017-2019

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Kontantkrav	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,11%	0,05%	0,20%
* Kontantvekt	0	0	0	0	0	0
+ Fordringskrav	0,74%	0,74%	0,74%	0,89%	1,05%	1,20%
* Fordringsvekt	1	1	1	1	1	1
= Krav til finansielle eiendeler	0,74%	0,74%	0,74%	0,89%	1,05%	1,20%

Tabell 10.16 - Fremskrevet krav til finansielle eiendeler, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Kontantkrav	0,35%	0,50%	0,65%	0,80%	0,95%	1,10%	1,25%	1,56%	1,56%	1,56%
* Kontantvekt	0,046	0,092	0,138	0,184	0,230	0,276	0,322	0,322	0,322	0,322
+ Fordringskrav	1,35%	1,50%	1,65%	1,80%	1,95%	2,10%	2,25%	2,56%	2,56%	2,56%
* Fordringsvekt	0,954	0,908	0,862	0,816	0,770	0,724	0,678	0,678	0,678	0,678
= Krav til finansielle eiendeler	1,30%	1,41%	1,51%	1,62%	1,72%	1,83%	1,93%	2,24%	2,24%	2,24%

Tabell 10.17 - Fremskrevet krav til finansielle eiendeler, 2026-2035

Tabellen viser at det finansielle eiendelskravet øker jevnt i perioden. Dette er et resultat av en jevn økning i både kontantkravet og fordringskravet over perioden. Nedenfor har vi presentert fremtidig finansiell eiendelsbeta for Kolonial. Vi tar utgangspunkt i fordringsbeta fra kapittel 7.4.2, og kontantbeta settes til 0 da kontanter regnes som risikofrie (Knivsflå, 2020, F16 s. 58&59)

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Kontantbeta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
* Kontantvekt	0	0	0	0,029	0,059	0,088
+ Fordringsbeta	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040
* Fordringsvekt	1	1	1	0,971	0,941	0,912
= Finansiell eiendelsbeta	0,040	0,040	0,040	0,038	0,037	0,036

Tabell 10.18 - Fremskrevet finansiell eiendelsbeta, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Kontantbeta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
* Kontantvekt	0,117	0,146	0,176	0,205	0,234	0,263	0,293	0,322	0,322	0,322
+ Fordringsbeta	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040
* Fordringsvekt	0,883	0,854	0,824	0,795	0,766	0,737	0,707	0,678	0,678	0,678
= Finansiell eiendelsbeta	0,035	0,034	0,033	0,031	0,030	0,029	0,028	0,027	0,027	0,027

Tabell 10.19 - Fremskrevet finansiell eiendelsbeta, 2026-2035

10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav, *nfgk*, er gitt ved å trekke vektet finansielt eiendelskrav fra finansielt gjeldskrav. Fra tabell 10.20 og 10.21 under ser vi at netto finansielt gjeldskrav konvergerer mot 2,62 % i steady state. Vi gjør det samme ved beregning av netto finansiell gjeldsbeta, og ser at den gått fra 0,230 til 0,042 i steady state.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Finansielt gjeldskrav	5,32%	4,74%	3,74%	3,89%	3,35%	2,90%
* Finansiell gjeld/NFG	1,054	1,063	1,071	1,081	1,091	1,101
- Finansielt eiendelskrav	0,74%	0,74%	0,74%	0,89%	1,05%	1,20%
* Finansielle eiendeler/NFG	0,05	0,06	0,07	0,08	0,09	0,10
= Netto finansielt gjeldskrav	5,57%	4,99%	3,96%	4,14%	3,55%	3,07%

Tabell 10.20 - Fremskrevet netto finansielt gjeldskrav, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Finansielt gjeldskrav	3,05%	3,20%	3,35%	1,80%	1,95%	2,10%	2,25%	2,56%	2,56%	2,56%
* Finansiell gjeld/NFG	1,112	1,124	1,137	1,151	1,166	1,182	1,200	1,200	1,200	1,200
- Finansielt eiendelskrav	1,30%	1,41%	1,51%	1,62%	1,72%	1,83%	1,93%	2,24%	2,24%	2,24%
* Finansielle eiendeler/NFG	0,11	0,12	0,14	0,15	0,17	0,18	0,20	0,20	0,20	0,20
= Netto finansielt gjeldskrav	3,24%	3,42%	3,60%	1,83%	1,99%	2,15%	2,32%	2,62%	2,62%	2,62%

Tabell 10.21 - Fremskrevet netto finansielt gjeldskrav, 2026-2035

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Finansiell gjeldsbeta	0,22	0,20	0,16	0,16	0,13	0,11
* Finansiell gjeldsvekt, FG/NFG	1,054	1,063	1,071	1,081	1,091	1,101
- Finansiell eiendelsbeta	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040
* Finansiell eiendelsvekt, FE/NFG	0,05	0,06	0,07	0,08	0,09	0,10
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,230	0,207	0,166	0,167	0,138	0,113

Tabell 10.22 - Fremskrevet netto finansiell gjeldsbeta, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Finansiell gjeldsbeta	0,11	0,11	0,11	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
* Finansiell gjeldsvekt, FG/NFG	1,112	1,124	1,137	1,151	1,166	1,182	1,200	1,200	1,200	1,200
- Finansiell eiendelsbeta	0,038	0,036	0,034	0,032	0,030	0,029	0,027	0,027	0,027	0,027
* Finansiell eiendelsvekt, FE/NFG	0,11	0,12	0,14	0,15	0,17	0,18	0,20	0,20	0,20	0,20
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,114	0,115	0,116	0,041	0,041	0,041	0,042	0,042	0,042	0,042

Tabell 10.23 - Fremskrevet netto finansiell gjeldsbeta, 2026-2035

10.3 Selskapskrav

Kravet til selskapskapitalen er det vektete kravet til de ulike kildene til finansiering (Knivsflå, 2020, F16, s. 62). Vi vekter de ulike finansieringskildene egenkapital, minoritetsinteresser og finansiell gjeld. Gjennom å vekte disse i forhold til sysselsatt kapital kan vi finne fremtidig krav til sysselsatt kapital. I tabell 10.24 og 10.25 under ser vi at kravet til sysselsatt kapital har gått ned fra 6,18 % til 4,86 % i steady state.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Egenkapitalkrav	8,89%	8,74%	8,82%	8,46%	8,45%	8,40%
* EK/SSK	0,241	0,259	0,278	0,296	0,314	0,332
+ Minoritetskrav	9,89%	9,74%	9,82%	9,46%	9,45%	9,40%
* MI/SSK	0,0002	0,0004	0,0005	0,0006	0,0007	0,0008
+ Finansiell gjeldskrav	5,32%	4,74%	3,74%	3,89%	3,35%	2,90%
* FG/SSK	0,759	0,740	0,722	0,704	0,685	0,667
= Krav til sysselsatt kapital	6,18%	5,78%	5,16%	5,25%	4,95%	4,73%

Tabell 10.24 - Fremskrevet krav til sysselsatt kapital, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Egenkapitalkrav	8,12%	7,88%	7,67%	7,99%	7,80%	7,62%	7,46%	7,67%	7,67%	7,67%
* EK/SSK	0,350	0,367	0,385	0,402	0,420	0,437	0,454	0,454	0,454	0,454
+ Minoritetskrav	9,12%	8,88%	8,67%	8,99%	8,80%	8,62%	8,46%	8,67%	8,67%	8,67%
* MI/SSK	0,0008	0,0008	0,0008	0,0008	0,0008	0,0008	0,0008	0,0008	0,0008	0,0008
+ Finansiell gjeldskrav	3,05%	3,20%	3,35%	1,80%	1,95%	2,10%	2,25%	2,56%	2,56%	2,56%
* FG/SSK	0,649	0,632	0,614	0,597	0,580	0,563	0,545	0,545	0,545	0,545
= Krav til sysselsatt kapital	4,83%	4,92%	5,02%	4,30%	4,41%	4,52%	4,62%	4,88%	4,88%	4,88%

Tabell 10.25 - Fremskrevet krav til sysselsatt kapital, 2026-2035

Gjennom å vekte egenkapitalkravet, minoritetskravet og kravet til netto finansiell gjeld i forhold til netto driftskapital kan vi finne fremtidig netto driftskrav. Vi ser at dette kravet har gått ned fra fra 6,40 % til 5,15 % i steady state, altså en lik utvikling som kravet til sysselsatt kapital.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Egenkapitalkrav	8,89%	8,74%	8,82%	8,46%	8,45%	8,40%
* EK/NDK	0,250	0,271	0,292	0,312	0,333	0,353
+ Minoritetskrav	9,89%	9,74%	9,82%	9,46%	9,45%	9,40%
* MI/NDK	0,00026	0,00038	0,00051	0,00064	0,00077	0,00090
+ Netto finansiell gjeldskrav	5,57%	4,99%	3,96%	4,14%	3,55%	3,07%
* NFG/NDK	0,7494	0,7286	0,7079	0,6871	0,6664	0,6456
= Netto driftskrav	6,40%	6,01%	5,38%	5,49%	5,19%	4,96%

Tabell 10.26 - Fremskrevet netto driftskrav, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Egenkapitalkrav	8,12%	7,88%	7,67%	7,99%	7,80%	7,62%	7,46%	7,67%	7,67%	7,67%
* EK/NDK	0,374	0,395	0,416	0,436	0,457	0,478	0,499	0,499	0,499	0,499
+ Minoritetskrav	9,12%	8,88%	8,67%	8,99%	8,80%	8,62%	8,46%	8,67%	8,67%	8,67%
* MI/NDK	0,00090	0,00090	0,00090	0,00090	0,00090	0,00090	0,00090	0,00090	0,00090	0,00090
+ Netto finansiell gjeldskrav	3,24%	3,42%	3,60%	1,83%	1,99%	2,15%	2,32%	2,62%	2,62%	2,62%
* NFG/NDK	0,6249	0,6041	0,5834	0,5626	0,5419	0,5211	0,5000	0,5000	0,5000	0,5000
= Netto driftskrav	5,07%	5,19%	5,30%	4,53%	4,65%	4,77%	4,89%	5,15%	5,15%	5,15%

Tabell 10.27 - Fremskrevet netto driftskrav, 2026-2035

10.4 Strategisk fordel

I dette delkapittelet skal vi vurdere den fremtidige strategiske fordel til Kolonial i budsjettperioden. Vi skal ta i bruk fremtidsregnskapet og fremtidskravene for å undersøke om egenkapitalrentabiliteten er høyere enn egenkapitalkravet. Det er viktig at strategisk fordel i fremtidsregnskapet er i samsvar med innsikt fra strategisk regnskapsanalyse. (Knivsflå, 2020, F16, s. 67).

I utgangspunktet forventes det at konkurransen over tid fører egenkapitalrentabiliteten, *ekr*, mot kravet til egenkapitalavkastning, *ekk*. Nullhypotesen er altså at virksomheter ikke har en varig strategisk fordel slik at $ekr - ekk$ er tilnærmet null. (Knivsflå, 2020, F16, s. 69). Hvis selskapet derimot har en varig strategisk fordel, kan virksomheten tjene en varig superrentabilitet der $ekr - ekk$ er større enn null. (Knivsflå, 2020, F16, s. 70). I den kvalitative og den kvantitative analysen kom vi frem til at Kolonial ikke har hatt en stor strategisk fordel fra drift. Fra tidligere analyser forventer vi videre at netto finansiell gjeldsrentabilitet er lik netto finansielt gjeldskrav, og dermed er følgelig finansieringsfordelen tilnærmet lik null.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Netto driftsrentabilitet	-17,42%	-10,45%	-7,75%	-5,62%	-3,55%	-1,54%
- Netto driftskrav	6,40%	6,01%	5,38%	5,49%	5,19%	4,96%
= Strategisk fordel drift	-23,83%	-16,46%	-13,13%	-11,11%	-8,74%	-6,50%
+ Gearingfordel	-67,03%	-37,28%	-24,60%	-20,43%	-15,74%	-11,33%
= Driftsfordel	-90,86%	-53,74%	-37,74%	-31,54%	-24,48%	-17,82%
+ Finansieringsfordel	3,41%	3,39%	0,30%	0,36%	0,24%	0,09%
= Strategisk fordel drift	-87,45%	-50,35%	-37,44%	-31,19%	-24,23%	-17,73%

Tabell 10.28 - Fremtidig strategisk fordel, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Netto driftsrentabilitet	0,06%	1,35%	2,51%	3,57%	4,55%	5,51%	7,85%	8,58%	8,58%	8,58%
- Netto driftskrav	5,07%	5,19%	5,30%	4,53%	4,65%	4,77%	4,89%	5,15%	5,15%	5,15%
= Strategisk fordel drift	-5,01%	-3,84%	-2,79%	-0,96%	-0,10%	0,73%	2,96%	3,43%	3,43%	3,43%
+ Gearingfordel	-8,19%	-5,89%	-4,01%	-1,33%	-0,13%	0,88%	3,34%	4,01%	4,04%	4,04%
= Driftsfordel	-13,20%	-9,73%	-6,80%	-2,28%	-0,23%	1,62%	6,30%	7,44%	7,47%	7,47%
+ Finansieringsfordel	-0,04%	-0,11%	-0,17%	-0,26%	-0,31%	-0,35%	-0,46%	-0,54%	-0,52%	-0,52%
= Strategisk fordel drift	-13,24%	-9,84%	-6,97%	-2,55%	-0,53%	1,27%	5,84%	6,90%	6,95%	6,95%

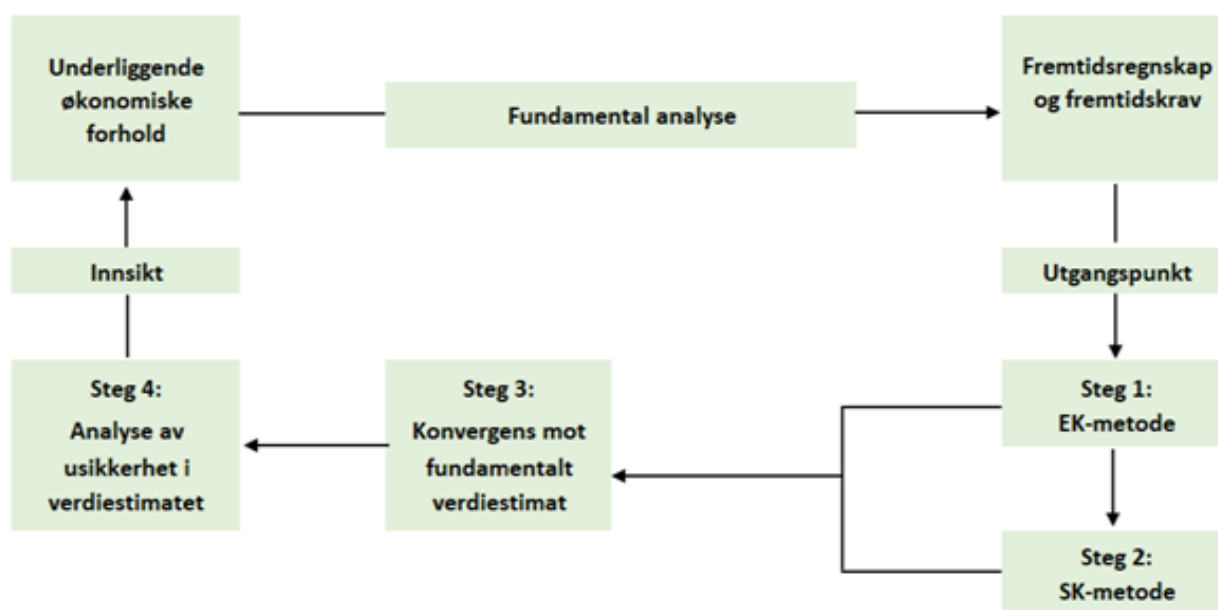
Tabell 10.29 - Fremtidig strategisk fordel, 2026-2035

Vi ser at den rene driftsfordelen øker fra -23,83 % i 2020 til 3,43 % i steady state. Denne fordelene innehar både bransjefordel og ressursfordel. Denne fordelene kommer hovedsakelig fra den moderate bransjefordelen, der fordelene har vært på 1,13 % for bunnpris. Vi forventer imidlertid at denne fordelene vil ligge et sted mellom 2-3 % hvis de store aktørene hadde blitt med i beregningen. En masteroppgave som verdsatte Rema 1000 fant blant annet en gjennomsnittlig bransjefordel på 2,5 % for perioden 2011-2016. (Valde & Riise, 2017). Slik vi diskuterte i kapittel 4, kommer den moderate bransjefordelen fra høy forhandlingsmakt fra leverandørene, importvernet, etableringshindringer og høy intern rivalisering. Videre ser vi at gearingfordelen øker til 4,01 % i steady state, som sammen med den rene driftsfordelen utgjør en driftsfordel på 7,44 %. Finansieringsfordelen er på -0,52 %, altså tilnærmet lik null, og Kolonial ender dermed opp med en strategisk fordel på 6,95 % i steady state.

11. Fundamental verdsettelse

I kapittel 3 valgte vi fundamental verdsettelse som den foretrukne verdsettelsesteknikken for Kolonial. Vi skal nå ta i bruk kapittel 9, fremtidsregnskapet, og kapittel 10, fremtidskrav, til å foreta den fundamentale verdsettelsen og gjøre et anslag på verdien til Kolonial sin egenkapital.

Slik vi snakket om i kapittel 3, finnes det hovedsakelig to metoder. Den ene går ut på å verdsette egenkapitalen, mens den andre tar for seg hele selskapet (Damodaran, 2012, s. 12). De to ulike modellene vi skal gå igjennom innenfor fundamental verdsettelse er dermed egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Innenfor disse to er det flere modeller som kan brukes. Vi skal i dette kapitlet starte med å se på de ulike modellene og samtidig beregne et estimat for hver av dem. Disse vil gi et ulikt resultat, men vi vil foreta en prosess som konvergerer mot et felles egenkapitalestimat for alle fundamentale verdsettelsesmetoder. (Knivsflå, 2020, F17, s. 17). Det vil fortsatt være en del usikkerhet i estimatet og vi skal derfor analysere dette nærmere. Dette resultatet vil ses i sammenheng med verdiestimatet fra den scenariobaserte verdsettelsen, og slik kommer vi frem til det endelige verdiestimatet på egenkapitalen til Kolonial. Vi vil ta utgangspunkt i fremgangsmåten til Knivsflå (2020, F16, s. 10).



Figur 11.1 – Rammeverk for fundamental verddivurdering (Knivsflå, 2020, F17, s. 10)

11.1 Steg 1: Egenkapitalmetoden

Slik vi diskuterte i kapittel 3.1, vil egenkapitalmetoden verdsette egenkapitalen direkte. Fra denne metoden vil vi gå nærmere inn på 3 forskjellige metoder: fri kontantstrøm-modellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Metodene vil gi samme estimat ved konsistent bruk (Knivsflå, 2020, F17, S. 17).

11.1.1 Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen (FKE)

I denne modellen neddiskonteres den frie kontantstrømmen til egenkapitalen for å estimere verdien til egenkapitalen. Verdien av egenkapitalen i dag er altså nåverdien av forventet fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen diskontert med egenkapitalkravet. (Knivsflå, 2020, F17 s. 31). Fri kontantstrøm til egenkapitalen tilsvarer netto betalt utbytte.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekk)}$$

VEK= verdi egenkapital, FKE= fri kontantstrøm til egenkapital, t= år, T= tidshorisont, ekk= egenkapitalkrav, ekv= egenkapitalvekst

Verdien av egenkapitalen til Kolonial ved bruk av FKE-modellen er presentert i Tabell 11.1 og 11.2.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6	7
FKE-modellen	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Fri kontantstrøm til egenkapital	-308 908 063	-341 044 774	-240 769 179	-264 483 271	-265 838 656	-246 245 286	-214 164 861
/ Diskonteringsfaktor	1,089	1,184	1,289	1,397	1,516	1,643	1,776
= Nåverdi	-283 694 095	-288 027 694	-186 856 388	-189 256 442	-175 406 861	-149 893 172	-120 572 102

Tabell 11.1 - Verdiestimat ved bruk av fri kontantstrøm til egenkapital-metoden, 2020-2026

Budsjettpunkt	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
FKE-modellen	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
/ Fri kontantstrøm til egenkapital	-194 252 289	-170 881 036	-105 726 012	-73 039 561	-30 104 182	157 087 795	278 746 412	261 221 686	269 643 473
= Diskonteringsfaktor	1,916	2,063	2,228	2,402	2,585	2,778	2,991	3,221	3,468
Nåverdi	-101 370 426	-82 819 000	-47 448 622	-30 408 681	-11 645 771	56 549 312	93 193 043	81 109 692	77 757 584
FKE-modellen									
+ Nåverdi fra 2020 til T	-1 517 656 900								
= Nåverdi til horisont	1 962 580 537								
Verdi av egenkapital	444 923 637								

Tabell 11.2 - Verdiestimat ved bruk av fri kontantstrøm til egenkapital-metoden, 2027-2035

11.1.2 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen estimerer egenkapitalen ved å ta utgangspunkt i dagens verdi av egenkapitalen, og nåverdien av forventet fremtidig superprofitt til egenkapitalen slik at egenkapitalen er summen av disse to. Superprofitt tilsvarer nettoresultatet utover avkastningskravet. Vi bruker den samme diskonteringsrenten som vi brukte i FKE-modellen.

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

SPE= superprofitt til egenkapital, SPE er gitt ved: SPE_t = NRE_t – ekkt * EK_{t-1}

Verdien av egenkapitalen til Kolonial ved bruk av SPE-modellen er presentert i Tabell 11.3 og 11.4.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6	7
SPE-modellen	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Balansført egenkapital	162 488 725	345 853 774	434 307 528	555 146 385	702 536 562	867 688 824	1 031 996 433
= Superprofitt til egenkapital	-128 770 188	-171 884 851	-182 825 854	-180 370 556	-165 350 672	-140 080 209	-120 333 607
/ Diskonteringsfaktor	1,089	1,184	1,289	1,397	1,516	1,643	1,776
= Nåverdi	-118 259 594	-145 164 509	-141 887 674	-129 067 859	-109 102 426	-85 268 909	-67 746 296

Tabell 11.3 - Verdiestimat ved bruk av superprofittmodellen, 2020-2026

Budsjettpunkt	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
SPE-modellen	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Balansført egenkapital	1 208 460 964	1 396 915 794	1 597 169 647	1 809 007 931	2 026 005 796	2 156 605 280	2 198 903 235	2 269 795 875	2 342 974 094
= Superprofitt til egenkapital	-99 141 257	-75 158 001	-17 123 314	14 284 633	49 024 798	136 498 607	155 547 376	163 371 408	168 638 502
/ Diskonteringsfaktor	1,916	2,063	2,228	2,402	2,585	2,778	2,991	3,221	3,468
= Nåverdi	-51 736 798	-36 425 988	-7 684 747	5 947 145	18 965 192	49 137 505	52 004 017	50 727 047	48 630 595
SPE-modellen									
Balansført egenkapital	-16 208 575								
+ Nåverdi fra 2020 til T	-766 290 941								
+ Nåverdi til horisont	1 227 423 154								
= Verdi av egenkapital	444 923 637								

Tabell 11.4 - Verdiestimat ved bruk av superprofittmodellen, 2027-2035

11.1.3 Superprofittvekstmodellen

For å estimere egenkapitalverdien, tar superprofittvekstmodellen først utgangspunkt i den kapitaliserte verdien nettoresultatet til egenkapitalen uten vekst, og deretter nåverdien av

fremtidig vekst. Nåverdien av den fremtidige veksten tilfører altså verdi til egenkapitalen. Vi bruker følgende formel fra Knivsflå (2020, F17, s. 24):

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \left(\sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{T+1}) * (ekk - ekv)} \right)$$

ΔSPE = superprofittvekst til egenkapital, NRE = nettoresultat til egenkapital

Verdien av egenkapitalen til Kolonial ved bruk av SPE-modellen er presentert i Tabell 11.5 og 11.6.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6	7
Δ SPE-modellen	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
(1+ekk1)*SPEt	-187 161 514	-199 074 924	-196 401 405	-180 046 595	-152 530 161	-131 028 534	
- (1+ekkt)*SPEt-1	-140 027 565	-187 048 139	-198 286 071	-195 609 374	-179 234 036	-151 457 954	
/ (1+ekkt)		1,0874	1,0882	1,0846	1,0845	1,0840	1,0812
= Superprofittvekst til EK	-43 344 663	-11 051 819	1 737 720	14 350 371	24 635 409	18 894 732	
/ Diskonteringsfaktor		1,089	1,184	1,289	1,397	1,516	1,643
= Nåverdi	-39 806 746	-9 333 759	1 348 611	10 268 703	16 255 046	11 501 505	

Tabell 11.5 - Verdiestimat ved bruk av superprofittvekstmodellen, 2020-2026

Budsjettpunkt	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
Δ SPE-modellen	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
(1+ekk1)*SPEt	-107 952 665	-81 837 842	-18 645 188	15 554 212	53 381 990	148 630 236	169 372 008	177 891 419	183 626 638
- (1+ekkt)*SPEt-1	-129 819 648	-106 748 906	-81 165 148	-18 458 234	15 373 299	52 683 225	146 973 453	167 484 017	175 908 462
/ (1+ekkt)	1,0788	1,0767	1,0799	1,0780	1,0762	1,0746	1,0767	1,0767	1,0767
= Superprofittvekst til EK	20 269 142	23 135 733	57 892 770	31 552 628	35 317 090	89 284 262	20 802 202	9 665 663	7 168 100
/ Diskonteringsfaktor	1,776	1,916	2,063	2,228	2,402	2,585	2,778	2,991	3,221
= Nåverdi	11 411 270	12 073 367	28 058 241	14 160 458	14 703 622	34 539 523	7 488 489	3 231 513	2 225 705
Nåverdi 2021 til 2034	115 899 842								
Kapitalisert nåverdi	1 304 043 113								
Nettoresultat 2020	-130 210 763								
+ Kapitalisert nettoresultat	-1 465 061 950								
Nåverdi til horisont	53 854 536								
+ Kapitalisert horisontverdi	605 942 475								
= Verdi av egenkapital	444 923 637								

Tabell 11.6 - Verdiestimat ved bruk av superprofittvekstmodellen, 2027-2035

11.2 Steg 2: Selskapskapitalmetoden

For å estimere egenkapitalverdien, vil selskapskapitalmetoden verdsette egenkapitalen indirekte ved å estimere verdien av hele selskapet og deretter trekke fra verdien av finansiell gjeld. (Knivsflå, 2020, F17, s. 13). Estimeringen av selskapskapitalen kan ta utgangspunkt i

to modeller, netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden. Vi har i kapittel 9 gjort rede for at det er mer hensiktsmessig å fokusere på driftsrelaterte poster, og velger derfor å benytte netto driftskapitalmetoden. Videre skal vi estimere verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser, og bruker de samme tre modellene som vi brukte i egenkapitalmetoden. Vi forutsetter videre at gjeldsrentabiliteten er lik gjeldskravet når det kommer til nåverdien av gjelden. Verdien til den finansielle gjelden er derfor lik den bokførte verdien. Verdien av egenkapitalen finnes ved følgende formel:

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

VNDK= verdien av netto driftskapital, VNFG= verdi av netto finansiell gjeld, VMI= verdi av minoritet

Netto driftskapitalmetoden verdsetter egenkapitalen ved å subtrahere verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra verdien av netto driftskapital. Dette tilsvarer kapitalen selskapet har investert i driften. Her er diskonteringsraten den veide kapitalkostnaden (WACC) (Damodaran 2012, s. 14).

11.2.1 Verdi av netto driftskapital

For å finne verdien av netto driftskapital, neddiskonteres kontantstrømmen fra drift med netto driftskrav. Slik finner vi nåverdien av netto driftskapital (Knivsflå, 2020, F18, s. 20)

Formel for fri kontantstrøm fra drift:

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

FKD= Fri kontantstrøm fra drift, ndk= netto driftskrav, ndv= netto driftsvekst

Formel for superprofitt fra drift:

$$VNDK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

Formel for superprofittvekst fra drift:

$$VNDRK_0 = \frac{NDR_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} * \left(\sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{t-1})} + \frac{\Delta SPD_{T+2}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{T+1}) * (ndk - ndv)} \right)$$

Vi ser at formlene er ganske like som i egenkapitalmetoden, men her er verdiene erstattet med driftsrelaterte kontantstrømmer og krav. Vi får følgende utregninger basert på formlene:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6	7
FKD-modellen	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Fri kontantstrøm fra drift	- 470 589 901	-760 604 621	-328 545 721	-388 614 216	-407 575 048	-381 869 688	-301 194 536
/ Diskonteringsfaktor	1,064	1,128	1,189	1,254	1,319	1,384	1,455
= Nåverdi	-442 266 429	-674 296 039	-276 398 611	-309 923 677	-309 015 464	-275 851 449	-207 066 120

Tabell 11.7 - Verdiestimat ved bruk av fri kontantstrøm fra drift-metoden, 2020-2026

Budsjettpunkt	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
FKD-modellen	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Fri kontantstrøm fra drift	- 260 501 828	-216 208 001	- 168 395 173	- 117 171 301	- 48 851 384	256 768 982	293 277 067	248 172 112	256 173 181
/ Diskonteringsfaktor	1,530	1,611	1,684	1,762	1,847	1,937	2,037	2,141	2,252
= Nåverdi	-170 256 477	-134 195 872	-99 993 827	-66 484 534	-26 456 141	132 571 688	144 006 500	115 891 807	113 770 373

Nåverdi fra 2020 til T	-2 715 626 450
Nåverdi til horisont	6 331 054 584
= Verdi av netto driftskapital	3 615 428 134
- Netto finansiell gjeld	307 594 147
- Verdi av minoritetsinteresser	37 153
= Verdi av egenkapital	3 307 796 834

Tabell 11.8 - Verdiestimat ved bruk av fri kontantstrøm fra drift-metoden, 2027-2035

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6	7
SPD-modellen	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Netto driftskapital	648 948 133	1 276 168 52	1 489 235 85	1 777 875 00	2 110 515 42	2 454 592 75	2 757 531 774
Netto driftsrentabilitet	-0,388	-0,206	-0,090	-0,067	-0,042	-0,018	0,001
Netto driftskrav	0,064	0,060	0,054	0,055	0,052	0,050	0,051
= Superprofitt fra drift	- 131 727 686	-172 390 591	-184 115 861	-181 707 621	-167 158 944	-142 416 383	- 122 818 547
/ Diskonteringsfaktor	1,064	1,128	1,189	1,254	1,319	1,384	1,455
= Nåverdi	-123 799 370	-152 828 801	-154 892 804	-144 913 623	-126 736 656	-102 877 413	-84 435 662

Tabell 11.9 - Verdiestimat ved bruk av superprofitt fra drift- modellen, 2020-2026

Budsjettpunkt	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
SPD-modellen	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Netto driftskapital	3 059 419 436	3 360 012 371	3 659 057 045	3 956 294 911	4 238 520 123	4 320 988 331	4 405 736 791	4 547 777 750	4 694 398 104
Netto driftsrentabilitet	0,015	0,028	0,039	0,049	0,059	0,080	0,087	0,089	0,089
Netto driftskrav	0,052	0,053	0,045	0,047	0,048	0,049	0,051	0,051	0,051
= Superprofitt fra drift	- 101 694 227	- 77 742 788	- 21 420 736	9 876 827	44 536 380	131 898 668	155 547 376	163 371 408	168 638 502
/ Diskonteringsfaktor	1,530	1,611	1,684	1,762	1,847	1,937	2,037	2,141	2,252
= Nåverdi	-66 464 412	-48 253 354	-12 719 731	5 604 241	24 119 291	68 100 239	76 377 718	76 291 439	74 894 902

Netto driftskapital t-1	291 422 725
Nåverdi fra 2020 til T	-843 720 336
Nåverdi til horisont	4 167 725 745
= Verdi av netto driftskapital	3 615 428 134
- Netto finansiell gjeld	307 594 147
- Verdi av minoritetsinteresser	37 153
= Verdi av egenkapital	3 307 796 834

Tabell 11.10 - Verdiestimat ved bruk av superprofitt fra drift- modellen, 2027-2035

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6	7
SPD-modellen	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
(1+ndk1)*SPDt	-183 430 769	-195 906 944	-193 344 477	-177 864 079	-151 536 963	-130 684 049	
- (1+ndkt)*SPDt-1	-139 645 448	-181 662 450	-194 220 546	-191 133 402	-175 445 470	-149 643 576	
/ (1+ndkt)		1,060	1,054	1,055	1,052	1,050	1,051
= Superprofittvekst fra drift	-41 302 735	-13 517 471	830 490	12 614 944	22 779 276	18 043 857	
/ Diskonteringsfaktor		1,064	1,128	1,189	1,254	1,319	1,384
= Nåverdi	-38 816 841	-11 983 594	698 674	10 060 542	17 270 803	13 034 352	

Tabell 11.11 - Verdiestimat ved bruk av superprofittvekst fra drift-modellen, 2020-2026

Budsjettpunkt	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
SPD-modellen	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
(1+ndk1)*SPDt	-108 206 893	-82 721 564	-22 792 556	10 509 355	47 388 563	140 345 677	165 508 887	173 833 983	179 438 390
- (1+ndkt)*SPDt-1	-129 191 233	-107 083 306	-81 261 335	-22 417 056	10 348 256	46 714 996	138 689 839	163 556 167	171 783 041
/ (1+ndkt)	1,052	1,053	1,045	1,047	1,048	1,049	1,051	1,051	1,051
= Superprofittvekst fra drift	19 949 234	23 135 712	55 937 131	31 463 006	35 352 883	89 264 089	25 505 809	9 774 546	7 280 493
/ Diskonteringsfaktor	1,455	1,530	1,611	1,684	1,762	1,847	1,937	2,037	2,141
= Nåverdi	13 714 759	15 120 834	34 719 030	18 682 877	20 059 689	48 342 200	13 168 834	4 799 551	3 399 856

Nåverdi 2021 til 2034	158 871 711
Kapitalisert nåverdi	2 480 756 013
Nettoresultat 2020	-113 064 493
+ Kapitalisert nettoresultat	-1 765 483 729
Nåverdi til horisont	185 730 769
+ Kapitalisert horisontverdi	2 900 155 850
= Verdi av netto driftskapital	3 615 428 134
- Netto finansiell gjeld	307 594 147
- Verdi av minoritetsinteresser	37 153
= Verdi av egenkapital	3 307 796 834

Tabell 11.12 - Verdiestimat ved bruk av superprofittvekst fra drift-modellen, 2027-2035

11.2.2 Verdi av minoritetsinteresser

Verdien av minoritetsinteresser er nåverdien av fri kontantstrøm til minoritetsinteresser, diskontert med kravet til avkastning på minoritetskapital, *mik*. (Knivsflå, 2020, F18, s. 13).

Begge modellene gir samme estimat på minoritetsinteresser og vi regner det derfor ut med kun fri kontantstrømmodellen.

$$VMI_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKMI_t}{(1 + mik_1) * \dots * (1 + mik_t)} + \frac{FKMI_{T+1}}{(1 + mik_1) * \dots * (1 + mik_T) * (mik - miv)}$$

VMI= Verdi av minoritetsinteresser, *mik* = Minoritetskrav, FKMI= Fri kontantstrøm til minoritet, *miv*= Minoritetsvekst

Vi får følgende utregninger basert på formelen:

Budsjettpunkt		1	2	3	4	5	6	7
FKM-modellen		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Fri kontantstrøm til minoritet	-	125 460	- 308 828	- 225 515	- 304 843	- 377 524	- 428 456	- 71 121
/ Diskonteringsrente		1,099	1,206	1,324	1,450	1,587	1,736	1,894
= Nåverdi		-114 171	-256 091	-170 280	-210 293	-237 948	-246 855	-37 551

Tabell 11.13 - Verdiestimat av minoritetsinteresser ved bruk av FKMI-modellen, 2020-2026

Budsjettpunkt		8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
FKM-modellen		2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Fri kontantstrøm til minoritet	-	51 240	- 31 710	2 800	22 149	52 971	248 591	261 047	216 100	223 067
/ Diskonteringsrente		2,062	2,241	2,443	2,657	2,887	3,131	3,402	3,698	4,018
= Nåverdi		-24 847	-14 149	1 146	8 335	18 351	79 400	76 723	58 444	55 513
Nåverdi 2020 til T		-1 128 230								
+ Nåverdi til horisont		1 165 383								
= Verdi minoritet		37 153								

Tabell 11.14 - Verdiestimat av minoritetsinteresser ved bruk av FKMI-modellen, 2027-2035

11.2.3 Oppsummering verdiestimat

Egenkapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden gir samme verdiestimat bare dersom kravene er verdivektet. Ettersom verdiestimatet er basert på budsjetterte vekter og ikke verdivektet, gir modellene ulike resultater. Modellene innenfor disse metodene gir allikevel samme estimat (Knivsflå, 2020, F17, s. 15). Vi har oppsummert verdiestimatet fra de ulike

metodene i tabell 11.15. Modellene innenfor de ulike metodene har gitt like resultater, mens metodene har gitt forskjellige.

	FK-modellen	SP-modellen	ΔSP-modellen
Egenkapitalmetoden	444 923 637	444 923 637	444 923 637
Netto driftskapitalmetoden	3 307 796 834	3 307 796 834	3 307 796 834

Tabell 11.15 - Oppsummert verdieestimat

På grunn av de budsjetterte vektene, vil vektene dermed ikke anses som å være “riktige” før konvergeringsprosessen er gjennomført. Regnskapet inneholder mye negative tall i analyseperioden, etterfulgt av sterk vekst i budsjetteringsperioden. Vektene vil følgelig svinge mye, som indirekte påvirker estimatet gjennom å endre avkastningskravene. Dette bidrar til å forklare det store avviket mellom metodene, og de relativt høye verdiene. Vi skal nå videre til steg 3 der vi skal konvergere estimatene til et endelig fundamentalt verdieestimat.

11.3 Steg 3: Konvergens mot endelig verdieestimat

I dette delkapittelet skal vi gjennomføre en konvergeringsprosess mot et endelig verdieestimat. Det første verdieestimatet vi kom frem til var 444 923 637 NOK ved å bruke egenkapitalmetoden, og 3 307 796 834 NOK ved å bruke netto driftskapitalmetoden. Konvergeringsprosessen har som hensikt å konvergere verdieestimatet fra de to ulike metodene mot hverandre. Vi skal gjennom 3 steg for å gjennomføre dette, og det første steget er å regne ut gjennomsnittlig verdieestimat ved hjelp av egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Dette har vi gjort i tidligere delkapitler og går derfor videre til steg to der skal ta i bruk følgende formel:

$$ndk^N = ekk^N * \left(\frac{VEK^{N-1}}{VNDK^{N-1}} \right) + mik^N * \left(\frac{VMI^{N-1}}{VNDK^{N-1}} \right) + nfgk * \left(\frac{NFG}{VNDK^{N-1}} \right)$$

I steg tre gjennomfører vi samme prosedyre flere ganger helt til avstanden blir tilnærmet lik null. (Knivslå, 2020, F18, s. 55). I tabell 11.16 og 11.17 ser vi at vi måtte gjennom 43 steg for at metodene skulle konvergere nøyaktig og ikke avvike fra hverandre. Vi valgte å kun

inkludere steg 1-9 og 35-43, og har tatt med de resterende stegene i appendix B. Steg 1 tilsvarer estimatene vi utarbeidet i kapittel 11.1 og 11.2, og kravene som blir brukt er fra kapittel 10 som kan finnes i tabell 10.26 og 10.27. Videre har vi tatt gjennomsnittet for egenkapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden og benyttet dette for inngående egenkapitalverdi. Både netto drifts- og gjeldsbeta holdes konstant gjennom stegene, men egenkapitalbetaen vil endre seg gjennom vektene basert på oppdateringen av inngående egenkapitalverdi. Endringene i kapitalvektene endrer dermed avkastningskravene. De nye avkastningskravene gir dermed et nytt gjennomsnittlig estimat, og slik fortsetter det i flere steg helt til vi kommer frem til et gjennomsnittlig estimat som ikke avviker fra metodene.

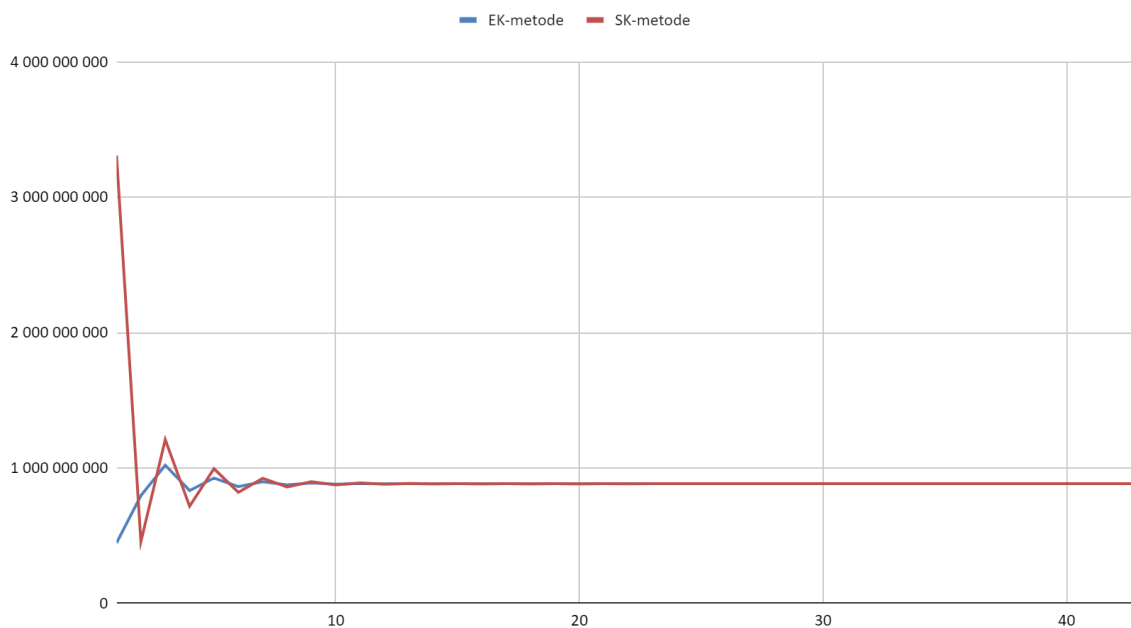
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
EK-metode	444 923 637	794 430 211	1 020 120 519	832 608 478	924 950 521	861 365 151	897 357 225	874 389 345	888 025 295
SK-metode	3 307 796 834	453 939 352	1 208 217 945	716 239 396	993 533 853	819 056 378	922 923 309	858 713 755	897 560 110
Avvik i %	152,576%	54,550%	16,882%	15,027%	7,150%	5,035%	2,809%	1,809%	1,068%

Tabell 11.16 - Konvergering av verdiestimat, steg 1-9

	35	36	37	38	39	40	41	42	43
EK-metode	882 718 710	882 718 688	882 718 702	882 718 693	882 718 699	882 718 695	882 718 697	882 718 696	882 718 697
SK-metode	882 718 736	882 718 673	882 718 711	882 718 688	882 718 702	882 718 693	882 718 699	882 718 695	882 718 697
Avvik i %	0,000003%	0,000002%	0,000001%	0,000001%	0,000000%	0,000000%	0,000000%	0,000000%	0,000000%

Tabell 11.17 - Konvergering av verdiestimat, steg 35-43

EK-metode og SK-metode



Figur 11.2 - Konvergering av verdiestimat

Tabell 16 og 17 ovenfor viser de forskjellige stegene av konvergeringsprosessen, og det første steget er de første verdiestimatene presentert. For å finne avviket, tok vi gjennomsnittet av begge verdiestimatene og delte resultatet fra egenkapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden på denne verdien. I det første steget har vi et avvik på 152 %, mens det i steg 2 er redusert til 54 %. Videre ser vi at avviket mellom metodenes estimater reduseres stegvis gjennom prosessen helt til de i steg 43 er identiske nede på kronen. Det krevde i dette tilfellet et høyt antall steg før konvergeringen tok plass. Dette påvirkes i stor grad av strukturen i de budsjetterte kontantstrømmene. Slik vi ser i kapittel 11.4.2, konvergerer metodene raskere på grunn av større lønnsomhet i kontantstrømmene.

Det oppdaterte estimatet etter konvergeringsprosessen er dermed 882 718 697 NOK.

11.4 Steg 4: Analyse av usikkerhet i verdiestimatet

Vi skal nå se på hvordan usikkerheten påvirker verdiestimatet vi kom frem til. Verdiestimatet utarbeidet tidligere er et punkttestimat som er basert på en rekke antakelser og forutsetninger i fremtidsregnskapet. Denne utviklingen har dermed en del usikkerhet, og dermed vil også verdiestimatet inneholde en del usikkerhet. Simuleringsanalyse og sensitivitetsanalyse blir ofte brukt for å synliggjøre denne usikkerheten, men ifølge Koller (2015) så er det mer hensiktsmessig å bruke sannsynlighetsveide scenarier for å håndtere usikkerhet knyttet til selskaper med høy vekst, slik som Kolonial. (Koller et al., 2015, 741) Det bidrar til en større grad av åpenhet i antakelsene som er tatt, samtidig som det vil gi bedre innsikt i hva som skal til fra selskapet sin side for realisering av eventuelle oppsider eller nedsider. Bare noen få scenarioer kan gi bedre oversikt sammenlignet med andre usikkerhetsmodeller, som realopsjoner og Monte Carlo simulering ved bruk av crystal ball (Koller et al., 2015, 741). I scenarioanalyse estimerer vi forventede kontantstrømmer og selskapsverdi under ulike scenarier, med hensikt om å få en bedre forståelse av effekten risikoen har på verdien. (Damodaran, 2012, s. 894).

11.4.1 Scenarioanalyse

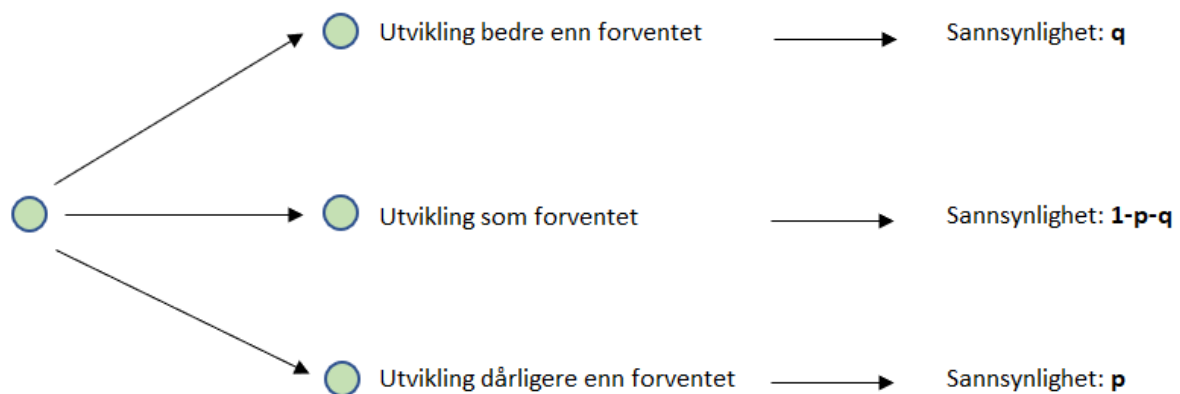
Fundamental og komparativ verdsettelse integrerer vanligvis risikoen tilknyttet en investering hovedsakelig i avkastningskravet. Størrelsen på avkastningskravet har en enorm innflytelse på estimatet, og dersom vi skulle valgt å nedjustere denne noen prosent ved å eksempelvis utelate likviditetspremiene, ville estimatet blitt mer enn dobbelt så stort. Utregningen av avkastningskravet vil også ta utgangspunkt i antakelser, som kan være urealistiske. I scenarioanalyse tar en derimot utgangspunkt i varierende utfall for å gi et bedre bilde av effekten risikoen har på verdiestimatet (Damodaran, 2012, s. 894). Knivsflå (2020) nevner også 2 måter en kan hensynta konkurrisiko på. Disse er: 1) Bygge inn sannsynligheten for konkurs i de fremtidige kontantstrømmene, eller 2) Budsjettere fremtidige kontantstrømmer som om fremtidig drift er forventet, og deretter behandle konkursscenarioet separat (Knivsflå, 2020, F19, s. 17). Sistnevnte retter seg mer mot det vi vil oppnå i dette kapitlet, og støtter forutsetninger vi tok i kapittel 7. Refererer særlig til bruken av industriens gjennomsnittlige egenkapitalbeta fremfor justeringer for gjeldsgrad, og fastsettelsen av netto finansielt gjeldskrav likt egenkapitalkravet i begynnelsen av budsjetteringsperioden. Risikoen vil dermed hovedsakelig presenteres gjennom de estimerte sannsynlighetene for hvert scenario, som videre justerer estimatet ytterligere med hensyn til denne.

Damodaran (2012) presenterer særlig 4 komponenter av scenarioanalyse en må ta hensyn til:

- 1) Hvilke faktorer scenarioene skal bygges rundt. Disse kan variere fra makro- til mikronivå, og kan for eksempel omhandle alt fra eventuelle utvidelser til kundetilfredshet.
- 2) Bestemme hvor mange scenarioer en skal inkludere i analysen. Flere scenarioer kan være mer realistisk, men når disse øker, blir det vanskeligere å samle informasjon og differensiere mellom dem. Antallet scenarioer vil også avhenge av hvor forskjellige scenarioene vil være, og hvor godt en kan estimere kontantstrømmene under hvert scenario. Dersom avvikene mellom estimatene til de forskjellige scenarioene er store, kan det tale for at det er hensiktsmessig å inkludere flere.
- 3) Den tredje komponenten tar for seg estimeringen av kontantstrømmene i hvert scenario, og at en bør forenkle denne delen ved å ikke fokusere på for mange faktorer. En bør heller ikke lage for mange scenarioer for hver faktor.

4) Den siste komponenten omfatter tildelingen av sannsynligheter for hvert scenario. Denne prosessen vil avhenge av hvilken type bedrift en verdsetter, og hva dens fremtidige tilstand avhenger av. Det er hensiktsmessig å benytte seg av tilgjengelige prognoser, dersom det eksisterer for gjeldende faktorer. Dette gjelder særlig der makroøkonomiske faktorer blir benyttet. For faktorer som ikke er prognostisert, blir en nødt til å benytte seg av egen kunnskap og sette egne forutsetninger (Damodaran, 2012, s. 895-896).

Når det gjelder selskaper med høy vekst, vil historiske økonomiske resultater gi begrenset informasjon om fremtidsutsiktene. I stedet for å analysere selskapets tidligere resultater, starter vi her med å undersøke den forventede langsiktige utviklingen i selskapets markeder, og arbeider oss deretter bakover for å knytte fremtiden til dagens nivå. De ulike scenarioene beskriver hvordan markedet kan utvikle seg under forskjellige forhold. Selv om dette vil hjelpe til med å begrense og kvantifisere usikkerhet, vil den ikke forsvinne. (Koller et al., 2015, 731). Ved å budsjettere tre scenarioer, vil fordelingen se slik ut:



Figur 11.3 - Sannsynlighetsfordeling, Kilde: Knivsflå, 2020, F19, s. 12

Disse scenarioene vil fungere som både en fremstilling av usikkerheten i det nåværende estimatet, og samtidig justere estimatet ytterligere. Scenarioene som vil fremstilles hensyntar en usikker fremtid, og hensikten vil være at de til sammen fanger opp de ulike tilstander selskapet kan havne i (Koller et al., 2015, 344). Disse vil gi informasjon om verdien av selskapet under hvert utfall der vi skal se på tre scenarier. I forrige delkapittel har vi estimert en verdi på omtrent 882 Millioner kroner som i vårt tilfellet blir scenario nummer 2, som er en utvikling som forventet. Videre i de to neste delkapitlene skal vi se på et best case og et worst case scenario.

11.4.2 Oppsidesscenario

Slik vi snakket om tidligere, starter vi med fremtiden og regner oss bakover. For oppsidesscenarioet der det går meget bra for Kolonial i fremtiden, kan det tenkes at de klarer å kapre noe som tilsvarer 20 % av Østlandets dagligvaremarked, som vil utgjøre omtrent 10 % av landet totalt. De står dermed som den sterkeste aktøren innenfor dagligvare på nett. Slik vi snakket om i kapittel 9.4.2 utgjør dagligvarer på nett i Sør-Korea og England mellom 10-og 20 % per dags dato. Nordmenn er ideelle nettkunder og dagligvarer på nett har vist seg å være både billig og utvalget er også stort. (Lorvik (B), 2020). Nettbasert dagligvare har også vært i stor vekst de siste årene, og er den raskest voksende markedet i Norge. (Kolonial.no I, u.å.). Det er derfor ikke en urimelig antakelse at dette markedet vil utgjøre rundt 20 % av dagligvaremarkedet om 10-15 år. Kolonial vil i dette scenarioet utgjøre omtrent halvparten av det totale nettbaserte markedet.

Vi snakket litt om planene om utvidelsen tilknyttet lageret i Lier i kapittel 2. I forbindelse med dette, nevnte også Munthe- Kaas at dette tilbyr muligheter for levering til Sørlandet (Hopland (B), 2020). Dette scenarioet tar dermed ikke utgangspunkt i at Kolonial spesifikt vil levere til 1 av 5 av Østlandets husholdninger, men åpner også for at flere av kundene befinner seg på Sørlandet, eller andre større byer. Det nevnes i artikkelen at leveransene på Sørlandet isåfall vil fraktes med vogntog, og deretter lastes inn i varebiler for videre transport til kundene. Dette kan antyde muligheter for å benytte seg av lignende konsept i andre større byer, der potensiell kundemasse kan forsvare tilknyttede kostnader.

Med en markedsandel som tilsvarer 20 % av Østlandet, vil kundemassen øke til 650 tusen i 2035 og vil gi en årlig omsetning på rundt 30 milliarder kroner. Dette er inkludert forventet inflasjon og realverdien tilsvarer omtrent 22 milliarder kroner.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Befolkning på østlandet	2 697 141	2 725 440	2 758 145	2 791 243	2 824 738	2 858 635	2 892 938
* Kundemasse i %	1,22%	2,01%	2,72%	3,50%	4,25%	5,50%	6,50%
= Kundemasse	32 816	54 693	75 069	97 694	120 051	157 225	188 041
* Årsforbruk per person	33 236	33 901	34 579	35 270	35 976	36 695	37 429
= Årlig omsetning	1 090 669 131	1 854 137 523	2 595 792 532	3 445 662 978	4 318 912 113	5 769 375 557	7 038 176 630

Tabell 11.18 - Fremskrevet DIV, 2019-2025

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Befolkning på østlandet	2 927 654	2 962 786	2 998 339	3 034 319	3 070 731	3 107 580	3 144 871	3 182 609	3 220 800	3 259 450
* Kundemasse i %	8,43%	10,36%	12,29%	14,21%	16,14%	18,07%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
= Kundemasse	246 759	306 860	368 367	431 307	495 704	561 584	628 974	636 522	644 160	651 890
* Årsforbruk per person	38 178	38 941	39 720	40 514	41 325	42 151	42 994	43 854	44 731	45 626
= Årlig omsetning	9 420 662 840	11 949 456 156	14 631 514 063	17 474 090 588	20 484 748 195	23 671 370 126	27 042 173 232	27 914 012 897	28 813 960 673	29 742 922 765

Tabell 11.19 - Fremskrevet DIV, 2026-2035

Bruttomarginen vil her reduseres lineært fra 30 % til 27,5 %. Varekostnaden ender dermed opp på rundt 20 milliarder i steady state. Videre vil antall ansatte øke med omtrent 400-450 ved økning på 6 milliarder i omsetning, nesten på samme nivå som scenario 2.

Lønnskostnaden vil dermed ligge på omtrent 2,2 milliarder, noe som utgjør 7,7 % av omsetningen. Kostnadsposten “andre driftskostnader” er derimot en variabel som endres. Her antar vi at den fortsatt vil synke fra 21 % i 2020 til 16 % i 2025. For steady state tenker vi derimot at andre driftskostnader ligger på et høyere nivå enn i scenario 2. Andelen for andre driftskostnader av omsetningen settes til 12,75 % fordi opprettholdelse av en så høy omsetning og markedsandel vil kreve utvidelse til andre lokasjoner og ytterligere markedsføring. Andre driftskostnader vil dermed ligge på rundt 3,6 milliarder i steady state, der distribusjonskostnadene fortsatt er den største kostnadsposten. Dette vil gi følgende netto driftsmargin:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
DI	1 854 137 523	2 595 792 532	3 445 662 978	4 318 912 113	5 769 375 557	7 038 176 630
- Varekostnad	1 295 905 152	1 819 473 549	2 422 085 683	3 044 587 606	4 078 653 444	4 989 747 259
- Lønn	261 611 446	312 060 314	376 515 424	451 256 412	541 411 041	649 809 401
- Andre driftskostnader	389 368 880	519 158 506	654 675 966	777 404 180	980 793 845	1 126 108 261
- Avskrivinger	51 691 126	114 499 510	131 314 135	171 684 301	209 441 112	280 338 816
= Driftsresultat	-144 439 080	-169 399 347	-138 928 230	-126 020 386	-40 923 885	-7 827 108
* Skatt %	0,217	0,217	0,217	0,217	0,217	0,217
= Netto driftsresultat	-113 064 493	-132 602 972	-108 750 692	-98 646 647	-32 034 532	-6 126 929
= Netto driftsmargin	-6,10%	-5,11%	-3,16%	-2,28%	-0,56%	-0,09%

Tabell 11.20 - Fremskrevet netto driftsmargin, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
DI	9 420 662 840	11 949 456 156	14 631 514 063	17 474 090 588	20 484 748 195	23 671 370 126	27 042 173 232	27 914 012 897	28 813 960 673	29 742 922 765
- Varekostnad	6 697 716 531	8 519 554 803	10 461 116 817	12 528 525 746	14 728 184 721	17 066 788 823	19 551 337 572	20 237 659 351	20 890 121 488	21 563 619 005
- Lønn	791 395 213	972 436 483	1 163 941 780	1 366 385 894	1 580 262 995	1 806 087 379	2 044 394 243	2 166 250 026	2 236 089 926	2 308 181 466
- Andre driftskostnader	1 469 034 612	1 814 823 654	2 162 720 672	2 511 900 522	2 861 463 263	3 210 429 573	3 557 735 916	3 559 036 644	3 673 779 986	3 792 222 653
- Avskrivinger	349 595 318	420 915 303	494 376 954	570 060 124	648 046 415	728 419 264	739 915 064	751 697 733	775 932 468	800 948 530
= Driftsresultat	112 921 167	221 725 914	349 357 840	497 218 302	666 790 800	859 645 086	1 148 790 437	1 199 369 144	1 238 036 805	1 277 951 112
* Skatt %	0,217	0,217	0,217	0,217	0,217	0,217	0,217	0,217	0,217	0,217
= Netto driftsresultat	88 392 798	173 563 332	273 471 466	389 214 160	521 952 671	672 915 777	899 253 915	938 846 080	969 114 477	1 000 358 728
= Netto driftsmargin	0,94%	1,45%	1,87%	2,23%	2,55%	2,84%	3,33%	3,36%	3,36%	3,36%

Tabell 11.21 - Fremskrevet netto driftsmargin, 2026-2035

Netto driftsmargin ligger på et høyere nivå enn ved scenario 2. Konkurransen om å være nærmest kunden senker lønnsomheten i bransjen betraktelig. Med sine varelagre utenfor byene, trenger de ikke å delta i denne konkurransen om butikklokaler. Selv om andre driftskostnader øker noe i steady state i forhold til scenario 2, vil effektiviteten per ansatt øke som følge av at avstanden mellom kundene vil reduseres som følge av en høyere kundemasse. Netto driftsmargin ender dermed opp på 3,36 % i steady state.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Netto driftsresultat	-113 064 493	-132 602 972	-108 750 440	-98 643 721	-32 033 581	-6 126 747
- Endring i netto driftseiendeler	357 525 408	627 220 388	213 067 336	466 426 651	430 089 299	807 598 485
= Fri kontantstrøm fra drift	-470 589 901	-759 823 360	-321 817 776	-565 070 372	-462 122 880	-813 725 232
- Endring i finansielle eiendeler	15 861 883	31 767 794	17 030 251	33 160 485	35 555 788	64 410 025
- Netto finanskostnad	17 142 596	24 279 292	36 788 785	43 596 999	47 746 507	48 774 695
+ Endring i finansiell gjeld	194 560 857	475 298 105	141 370 062	322 742 221	281 566 901	536 293 519
- Netto minoritetsresultat	3 674	16 200	48 256	72 348	118 722	172 893
+ Endring i minoritetsinteresser	129 134	325 028	273 771	491 419	583 501	1 034 009
= Fri kontantstrøm til egenkapital	-308 908 063	-340 263 513	-234 041 234	-318 666 564	-263 393 496	-389 755 317

Tabell 11.22 - Fremskrevet fri kontantstrøm, 2020-2025

Budsjettpunkt	7	8	9	10	11	12	13	T	T+1	T+2
År	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Netto driftsresultat	88 390 176	173 558 183	273 463 353	389 202 613	521 937 187	672 895 814	899 227 237	938 818 227	969 085 727	1 000 329 051
- Endring i netto driftseiendeler	803 004 777	832 384 203	862 978 054	894 823 022	927 957 391	962 421 065	164 934 071	169 494 484	284 077 839	293 236 508
= Fri kontantstrøm fra drift	-714 614 601	-658 826 020	-589 514 701	-505 620 408	-406 020 204	-289 525 251	734 293 166	769 323 743	685 007 888	707 092 542
- Endring i finansielle eiendeler	72 029 810	82 131 974	92 764 650	103 954 838	115 730 583	128 121 027	61 152 158	16 949 448	28 407 784	29 323 651
- Netto finanskostnad	66 870 112	85 437 874	105 072 351	60 727 880	73 763 381	87 700 286	102 452 747	113 286 049	115 507 953	119 231 929
+ Endring i finansiell gjeld	507 526 941	502 051 983	495 987 070	489 279 049	481 872 863	473 711 425	-35 257 439	101 696 690	170 446 703	175 941 905
- Netto minoritetsresultat	262 177	319 501	376 941	460 655	521 412	583 059	645 616	674 632	687 863	710 040
+ Endring i minoritetsinteresser	722 704	749 146	776 680	805 341	835 162	866 179	148 441	152 545	255 670	263 913
= Fri kontantstrøm til egenkapital	-345 527 054	-323 914 240	-290 964 891	-180 679 391	-113 327 557	-31 352 020	534 933 647	740 262 849	711 106 662	734 032 740

Tabell 11.23 - Fremskrevet fri kontantstrøm, 2026-2035

Etter og ha diskontert disse kontantstrømmene med egenkapital- og selskapskapitalmetoden, benyttet vi samme modell som i kapittel 11.3 for konvergeringsprosessen. Verdiestimatet i dette scenarioet tilsvarer dermed 4 675 966 241 kroner.

Steg	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
EK-metode	5 116 056 801	5 227 727 931	4 722 884 885	4 680 260 960	4 676 355 070	4 676 001 528	4 675 969 442	4 675 966 532	4 675 966 268	4 675 966 244	4 675 966 242	4 675 966 241
SK-metode	13 049 087 340	4 454 622 599	4 659 758 459	4 674 420 263	4 675 827 298	4 675 953 610	4 675 965 096	4 675 966 137	4 675 966 232	4 675 966 241	4 675 966 241	4 675 966 241
Avvik i %	87,343%	15,969%	1,346%	0,125%	0,011%	0,001%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%

Tabell 11.24 - Konvergering verdiestimat, oppsidesscenario

11.4.3 Nedsidesscenario

Nedsidesscenarioet har vi valgt å sette som et “worst case scenario”, altså at Kolonial går konkurs. Dersom konkursscenarioet skulle oppstå, antar vi at det skjer som følge av manglende evne til å oppnå overskudd i nærmere fremtid. Her vil optimismen blant investorene falle, og nødvendige kapitalinnskudd blir for utfordrende å innhente. Vi forutsetter at dersom konkurs oppstår, skjer dette i 2025. Konkurs kan i virkeligheten skje når som helst, og antakelsen om at konkursen oppstår i 2025 er derfor en tilnærming. Vi ønsker derfor å finne ut av sannsynligheten for konkurs innenfor en periode på omtrent 10 år.

Optimismen virker for øyeblikket høy rundt konseptet, og ingenting antyder at dette vil avta i nærmeste fremtid. Når et selskap går konkurs, vil verdien på aksjene være verdt 0. Vi finner det derimot hensiktsmessig med en negativ verdi, siden vi verdsetter et scenario. På denne måten vil risikoen tilknyttet nedsiden være hensyntatt i større grad. At Kolonial ikke oppnår overskudd innenfor nærmeste fremtid, har vært en forutsetning gjennom verdsettelsen. Den negative verdien vil derfor reflektere nødvendige reinvesteringer for å finansiere fremtidige underskudd. Videre benytter vi de estimerte kontantstrømmene fra det forventede scenarioet frem til konkurstidspunktet, for å finne nåverdien tilknyttet konkurs.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	6
FKE-modellen	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Fri kontantstrøm til egenkapital	-308 908 063	-341 044 774	-240 769 179	-264 483 271	-265 838 656	-246 245 286
/ Diskonteringsfaktor	1,089	1,184	1,289	1,397	1,516	1,643
= Nåverdi	-283 694 095	-288 027 694	-186 856 388	-189 256 442	-175 406 861	-149 893 172
Nåverdi fra 2020 til 2025	-1 273 134 652					
= Verdi av egenkapital	-1 273 134 652					

Tabell 11.25 - Nåverdi konkursscenario

Verdien på egenkapitalen vil dermed ligge på - 1 273 134 652 kroner. Videre er det viktig å finne sannsynligheten for at dette scenarioet vil oppstå, og dette delkapitlet vil derfor omhandle forutsetninger og antakelser tilknyttet sannsynligheten for nedsidealalternativet.

Slik vi nevnte i kapittel 11.4.1 finnes det to måter en kan hensynta konkurrisikoen på. I denne oppgaven har vi valgt å gjøre dette gjennom sannsynlighetsvektning i scenarioanalysen. Vanligvis vil konkurrisikoen reflekteres i den syntetiske ratingen, men denne ratingen kan derimot ha en tendens til å ligge etter i målingene som gjøres på et selskaps prestasjoner. Målet med slike ratinger er å måle kvaliteten på kreditten til selskapet, som benyttes i beslutningene der kreditorene fastsetter renten på lånet. Ratingen måles også gjennom perioder, og kan derfor fange opp mindre av kortsiktige konjunkturer (Koller et al., 2015, 846). Damodaran (2012) nevner også at bruk av den syntetiske ratingen medfører problemer i et ungt vekstselskap. Et negativt driftsresultat vil medføre en negativ rentedekningsgrad, og dermed redusere ratingen (Damodaran, 2012, s. 654). Han presenterer også en tilnærming for estimeringen av konkurssannsynligheten som er gjennomført av Knaup og Piazza (2008). Her benyttes det empirisk data fra tidligere nyetableringer innenfor en tidsperiode, også settes sannsynligheten med utgangspunkt i overlevelsesraten blant disse (Damodaran, 2012, s. 656).

I en artikkel som studerte svenske nyetablerte teknologibaserte selskaper, kom det frem at 704 av 976 bedrifter overlevde iløpet av 8 år. Iløpet av de 8 første årene gikk altså 272 bedrifter konkurs, noe som tilsvarer 34 konkurser i gjennomsnitt hvert år. Konkursprosenten ligger dermed på rundt 28 % for den 8 årig perioden, og 3,5 % årlig. Forskerne observerte selskapene i perioden fra 2006 til 2014, som vil si at finanskrisen også ble tatt i betraktning. Antallet som ikke overlevde var derfor betraktelig høyere dette året sammenlignet med resten av perioden. (Rannikko et al., 2019). Disse resultatene kan antyde en rimelig høy overlevelsesrate iblant teknologibaserte selskaper, og vi mener også at Kolonial havner innenfor denne kategorien. Studiet ble også gjennomført for svenske etableringer, som det kan antas at deler en del likhetstrekk med det norske markedet. I presenteringen av studiet til Knaup og Piazza (2008), ble det synliggjort at industrien selskapet etablerer seg innenfor også spiller en stor rolle. Her ble det også gjort et funn på at det totale overlevelsesraten til selskapene som ble grunnlagt i 1998 var på 31,18 % etter 7 år. Alderen hvor flest selskaper gikk konkurs var her i år 2-4 (Damodaran, 2012, s. 657). Disse funnene avviker en del fra det svenske studiet, men det indikerer et stort fall i konkurssannsynlighet etter en overlevelse av de første 7 årene.

A. Kücher et al (2018) gjennomførte en analyse av selskaper som hadde blitt rammet av konkurs, og inkluderte omtrent 460 selskaper. Det viste seg at 27 % av de konkursrammede selskapene var 0-3 år gamle, mens 26 % var 4-7. Dette antyder at omtrent 53 % av alle konkurstilfeller skjer innenfor de første 7 årene. Statistikken er gruppert inn i aldersgrupper, men det kan leses fra figuren at omtrent 46 av selskapene gikk konkurs det fjerde året, og antallet sank betraktelig de neste årene (Kücher et al., 2012, s. 648). Akkumulert de første 4 årene tilsvarer dette at 37,25 % av alle konkurstilfeller skjer innenfor de første 4 årene. Kolonial ble etablert i 2013, men startet driften i 2014, og har dermed vært driftet i underkant av 7 år. Dette er verdt å bemerke seg at de har overlevd denne “kneika” på 7 år, videre i estimeringen av konkurssannsynlighet. Vi vil derfor ikke ta de første leveårene i betraktning, og fokusere på sannsynligheten for konkurs innenfor en periode på rundt 10 år frem i tid.

Vi antar at konkurssannsynligheten i stor grad vil avhenge av optimismen tilknyttet nettbasert dagligvarehandel, og dermed hvorvidt investorer er villige til å skyte inn ytterligere kapital. Dersom optimismen blant investorer reduseres, kan det også antas at oppnåelige renter hos kreditorer også vil stige. Videre har vi funnet en stor optimisme tilknyttet konseptet, og en rekke forhold som taler for at det er plass i markedet for nettbasert dagligvare. Refererer særlig til noen av punktene vi presenterte i kapittel 9.4.2, hvor det nettbaserte dagligvaremarkedet viste seg til å være det raskest voksende i Norge. Utbredelsen av konseptet i Sør- Korea og England har vært stor, hvor det utgjør 12-20 % av det totale dagligvaremarkedet. Sett i sammenheng med dagens nivå i Norge på rundt 2 %, er ikke ytterligere vekst en urimelig antakelse. Disse forholdene taler for optimisme tilknyttet konseptet. Basert på dette, mener vi at 28 % fra Rannikko et al. (2019) er for høy med tanke på at studiet ser på de første 8 leveårene. Fra undersøkelsen til Kücher et al. (2018), finner vi at antall konkurstilfeller i alderen 8 t.o.m 17 år ligger på omtrent 27 % av de totale tilfellene. Dette er en nedgang fra 53 % for de første 7 årene, og omtrent 58 % for de første 8. Siden vi er ute etter konkurssannsynligheten for de neste 10 årene, kan denne nedgangen for 8-17 alderen være representativ i vårt tilfelle. Sammenlignet med de første 8 årene antyder dette en nedgang til omtrent halvparten i “livsstadiet” vi undersøker. Vi velger dermed å halvere sannsynligheten på 28 % for de svenske teknologiselskapene fra Rannikko et al. (2019). Dette gir oss dermed en konkurssannsynlighet på 14 %. Kolonial er allerede veletablert og har oppnådd en relativ stor omsetning med en kraftig vekst. Allikevel er underskuddet enda ikke snudd, og nødvendig omsetningsstørrelse for dette vil være avgjørende. Vi anser derfor at dette er en rimelig sannsynlighet for at Kolonial mislykkes.

11.4.4 Sannsynlighetsvekting og verdiestimat

I dette kapittelet gjenstår det å fastsette sannsynlighetsvekter for de to andre scenarioene, slik at disse videre kan benyttes for å estimere et endelig estimat. Slik vi nevnte i delkapittel 11.4.1, vil en være nødt til å ta utgangspunkt i personlig kunnskap og antakelser når kvantitativ informasjon om faktorene som påvirker ikke er tilstede. Fastsettelsen av sannsynligheten for disse scenarioene vil dermed basere seg nærmere på den kvalitative strategiske analysen.

Her vil vi fokusere en del på konkurrentene, og grunnen til dette er at vi allerede har redegjort for en forventet vekst i det totale markedet for nettbaserte dagligvarer. For å estimere sannsynligheter tilknyttet Kolonial sine andeler av dette markedet, er det viktig å undersøke hvor store markedsandeler det er sannsynlig at konkurrentene kommer til å ta. Den endelige verdsettelsen vil være ganske følsom for sannsynlighetsvektinger. Hvis man tilordner en stor vekt på et usannsynlig scenario, kan det gjøre verdsettelsen for høy eller for lav. (Koller et al., 2015, 743)

Slik vi snakket om tidligere, tenker vi at markedet for dagligvarer på nett vil utvikle seg til like nivåer som andre teknologiske land. For oppsidesscenarioet antok vi at Kolonial ville være istand til å kapre 20 % av Østlandet, og dermed 10 % av de totale markedsandelene innenfor dagligvare. Dette fører til en total omsetning på rundt 30 milliarder kroner i steady state, noe som er dobbelt så stort enn det mest forventede scenarioet. I dag er de den største aktøren innenfor sitt segment, men konkurransesituasjonen er stadig i endring. De største dagligvareaktørene ser potensialet og har allerede begynt å rette fokuset mot dette markedet. NorgesGruppen som er den største aktøren i Norge har allerede kommet langt med netthandel på Meny og Spar, i forhold til de andre fysiske aktørene. Meny sin netthandel omsatte 328 millioner kroner i 2019, som tilsvarer en 56 % økning fra 2018. Netthandelen utgjør altså ikke en stor del av omsetningen i dag, men det er en voksende del for NorgesGruppen. (Meny, 2020). Dette gjøres ved at de bruker butikkene som varelager og medarbeiderne som plukkere. (Norgesgruppen B, u.å.). På denne måten har de klart å holde oppstartskostnadene nede, og eksisterende butikklokaler muliggjør også hjemlevering til større deler av landet. Dette kan virke fordelaktig ovenfor Kolonial som i dag kun lever til Østlandet.

Fordelen til Kolonial er derimot deres teknologi for plukking, distribuering og kjøreruteoptimalisering, og at hele deres drift er spesialtilpasset hjemlevering. Slik vi nevnte

i kapittel 4.3.2, har de også store fordeler knyttet til deres forsprang ved at de allerede har kapret en stor kundemasse i forhold til de andre nettaktørene. Kundelojaliteten er høy hos nettbaserte aktører der hele fire av fem dagligvarekunder på nett sier at det er usannsynlig at de vil bytte nettbutikk. (StrongPoint, 2020). Dette understrekes også ved at Kolonial har noen av Norges mest fornøyde kunder. (Wolden, 2020). Vi har nevnt litt om hvordan Kolonial sin drift er skreddersydd nettbasert hjemlevering. Dette taler veldig for fordeler tilknyttet effektivitet og leveringskapasitet. Det antas derimot at disse fordelene kan utnyttes best på Østlandet, der de allerede opererer. Det er vanskelig å se for seg stor lønnsomhet i mindre tettbefolkede deler av landet, da leveringskostnadene gjerne øker raskere enn inntektene. Beskrivelsen av eventuell drift på Sørlandet regnes som et potensielt lønnsomt alternativ i større byer, og videre utvidelser til for eksempel Stavanger og Bergen trenger ikke å være usannsynlig. Vi anser det dermed som sannsynlig at Kolonial hovedsakelig kaprer mest markedsandeler rundt Østlandet, mens aktører som benyttet “plukk i butikk” konseptet vil være størst i andre deler av landet.

NorgesGruppen har en omsetning på rundt 90 milliarder, og har en stor kapasitet for å satse ytterligere på netthandel, og det kan tenkes at de klarer å tilpasse seg endringene i kundepreferanser veldig fort. Norges nest største dagligvarekjede, Coop, har også utvidet til salg på nettet. Dette er et tiltak som ble satt igang som følge av Covid-19 for å gi kunder som er syke eller er redde for å gå til butikken et annet alternativ. På samme måte som Meny, vil Coops netthandel bruke butikkene som plukkestasjoner for varene. Fra Coop sin side er dette kun en del av dugnaden, og ikke noe de vil tjene penger på. (Hopland (A), 2020). Selv om Coop mener at de ikke skal satse på salg av dagligvarer på nett, vil de på samme måte som NorgesGruppen ha nok kapasitet til å gjøre netthandelen til en større del av salget dersom det viser seg å bli en stor trussel i fremtiden.

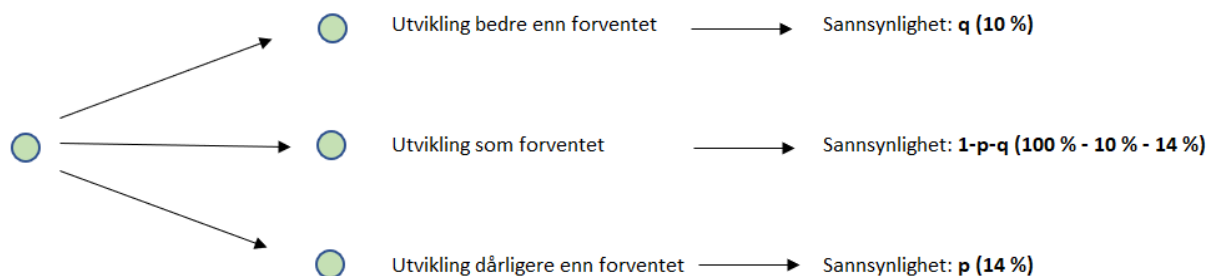
Rema har også tatt skrittet inn i netthandelen ved at de i 2014 inngikk en samarbeidsavtale om leveranse av varer til Kolonial. (Rema 1000 B, 2014). I 2016 valgte de å ta et skritt videre ved å kjøpe 10 % av Kolonial (Ehandel, 2016), og fra årsregnskapet i 2019 ser vi at andelen har steget til hele 20,7 %. I tillegg til det, eier Rema distribusjon AS 7,18 % av Kolonial. Direkte konkurranse fra Rema 1000 på nettet virker derfor usannsynlig, men det kan godt tenkes at de ønsker å ha sin egen netthandel i fremtiden.

Alle de tre største aktørene prøver seg altså frem i det nye markedet, og hver av de har investert i netthandel for fremtiden. Vi kan derfor ikke undervurdere størrelsen og kapasiteten

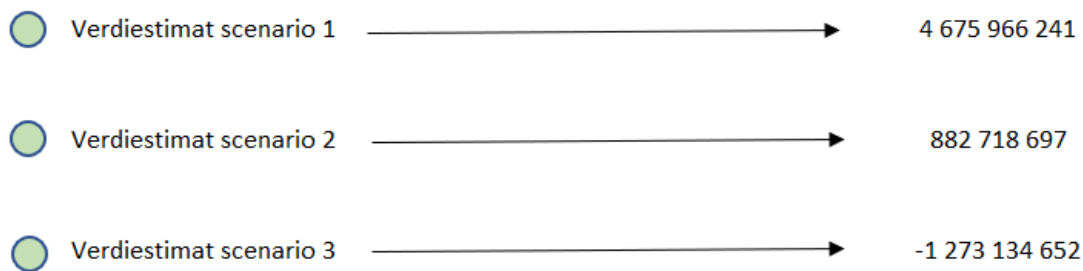
til de aktørene som potensielt kan bli store utfordrere på nett, og dermed ikke overvurdere sannsynligheten for at Kolonial anskaffer omtrent halvparten av markedsandelene. En så kraftig omsetningsøkning som vi foreslår ved oppsidescenarioet, vil sende store signaler til de andre aktørene om hvor markedet beveger seg. Når så store markedsandeler blir kapret fordi Kolonial tilbyr hjemlevering av dagligvarer til en rimelig pris, kan de ikke gjøre noe annet enn å satse på det selv. Det er derfor rimelig å anta at Kolonial vil møte en god del konkurranse i fremtiden, slik at en markedsandel tilsvarende 20 % av Østlandet, og 10 % for totalmarkedet kan bli vanskelig å oppnå.

Med utgangspunkt i den observerte markedsutviklingen og optimismen tilknyttet nettbasert dagligvarehandel, anser vi oppsidescenarioet som et mulig utfall, men samtidig vil konkurransekraftene begrense mulighetene til å kapre en så vesentlig del av markedet. Vi antar dermed at dette scenariwoet er litt mindre sannsynlig enn konkurstilfellet, og benytter derfor en sannsynlighet på 10 %.

For det andre scenarioet, det mest sannsynlige, vil markedsandelen ligge på kun 10 % av Østlandet og 5 % av det totale markedet. Bunnpris som har mye høyere priser har i dag rundt 3,6 % markedsandeler, og det er derfor stor sannsynlighet for at Kolonial med lavere priser, større utvalg, og et unikt konsept klarer å kapre 5 % av markedet i fremtiden. Vi tenker derfor at den resterende sannsynligheten på 76 % er rimelig for det mest sannsynlige scenarioet. Oppsummert vil fordelingen se slik ut:



Figur 11.4 - Sannsynlighetsfordeling for Kolonial



Figur 11.5 - Verdiestimat for hvert scenario

Videre kan disse sannsynlighetsvektene brukes til å beregne et nytt verdiestimat. Å verdsette et selskap med høy vekst og høy usikkerhet er veldig utfordrende. Verdsettelsesprinsippene presentert i (Koller et al., 2015, 731) viser seg derimot å fungere bra selv for selskaper med høy vekst. Ifølge Koller (2015), er den beste måten å verdsette slike selskaper på å verddivurdere kontantstrømmen, understøttet av økonomisk bakgrunn og sannsynlighetsvektede scenarier. Andre alternativer slik som (P / E) - multipler vil generere upresise resultater når inntjeningene er ustabile, kan ikke brukes når inntjeningen er negativ, og vil kun gi en liten innsikt i hva som driver selskapets verdsettelse. Reelle opsjoner vil også være uegnet siden det fortsatt vil kreve langsiktige estimater av omsetningsvekst, volatiliteter i omsetningsvekst og fortjenestemargin, altså de samme kravene som for diskontert kontantstrøm. Disse metodene kan ikke redegjøre for de unike egenskapene til hvert selskap i et miljø som endrer seg raskt. (Koller et al., 2015, 731).

Ved hjelp av de tre forskjellige verdiestimatene og sannsynlighetsvektene for hvert scenario, vil vi derfor regne ut et nytt estimat slik som Koller (2015) foreslår. Etter denne siste justeringen av estimatet, ender vi opp med følgende verdi:

$$VEK = 4\,675\,966\,241 * 10\% + 882\,718\,697 * 76\% - 1\,273\,134\,652 * 14\% = 960\,223\,983$$

Vi ser at estimatet er noe høyere enn det vi kom frem til tidligere som det mest sannsynlige, da størrelsen på den potensielle oppsiden er anslått som like sannsynlig men av større størrelse enn den potensielle nedsiden.

11.5 Oppsummering av verdiestimat og usikkerhet

I dette kapitlet har vi tatt i bruk fremtidsregnskapet fra kapittel 9 og fremtidskravene fra kapittel 10 for å estimere verdien til egenkapitalen til Kolonial. Vi har brukt egenkapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden for å komme frem til et verdiestimat på henholdsvis 444 923 637 og 3 307 796 834. Etter en konvergeringsprosess mellom disse to, ble fundamentalt verdiestimat beregnet til 882 718 697 NOK.

Fremtidsregnskapet er basert på egne vurderinger og det er derfor en del usikkerhet knyttet til verdiestimatet. Vi ville få mer innsikt i denne usikkerheten og gjennomførte derfor en scenarioanalyse. Vi så spesielt på tre scenarier; oppside, slik som forventet og worst case. Oppsidescenarioet ga et verdiestimat på 4 675 966 241 som vi vektet med 10 %, og et worst case scenario som ga et estimat på - 1 273 134 652 og ble vektet med 14 %. Det mest sannsynlige estimatet var det vi kom frem til ved å konvergere estimatet vi fikk fra egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, og endte opp med en 76 % sannsynlighet for at det ville slå til. Disse scenarioene brukte vi til å finne det endelige verdiestimatet basert på sannsynlighetsvektene og endte opp med et estimat på 960 223 983 NOK.

12. Oppsummering og konklusjon

Formålet med denne masteroppgaven har vært å utarbeide et estimat for egenkapitalverdien til Kolonial.no per 31.12.2019. Det har vært en lang og utfordrende prosess, særlig tilknyttet tilgang på nødvendig informasjon. Kolonial er et relativt ungt selskap, og det reflekteres gjennom en del røde, men raskt voksende tall i regnskapet. Verdiestimatet av yngre selskaper hentes i større grad fra forventningene tilknyttet fremtidig vekst. Den kvantitative informasjonen fra dagens regnskap sier lite om dette, og vi har dermed basert forutsetninger og antakelser i større grad på den kvalitative strategiske analysen. Nettbasert dagligvarehandel er også et relativt ungt konsept i Norge, noe som minimerer utvalget av komparative selskaper, og informasjon om den spesifikke bransjen. Vi har derfor hovedsakelig sammenlignet med eksisterende og etablerte dagligvareaktører, og forsøkt å fravike der de konseptuelle forskjellene er til stede.

I den strategiske analysen undersøkte vi flere forhold som kan påvirke lønnsomheten til Kolonial på flere nivåer. PESTEL-analysen omfatter utenforliggende forhold som påvirker bransjen i sin helhet, og her tok vi for oss faktorer for både dagligvarebransjen i sin helhet og nettbasert dagligvare isolert. Porters fem konkurransekrefter kartlegger dagens situasjon internt i bransjen, og dermed graden av “maktfordeling” blant aktørene. Videre tok VRIO-analysen for seg en vurdering av ressursene som Kolonial innehar, og hvorvidt disse medfører fordeler ovenfor deres konkurrenter. SWOT-analysen oppsummerer de viktigste funnene fra den strategiske analysen, og kartlegger innflytelsen av disse. Et av hovedfunnene som taler for økt optimisme tilknyttet nettbasert dagligvare, er den potensielle verdien det kan skape for forbrukerne, og særlig knyttet til mulig tidsbesparelse. Dagligvaremarkedet er preget av relativt lave marginer, hvor varekostnaden utgjør en betydelig andel av inntektene. Kostnadene tilknyttet hjemlevering kan dermed gjøre oppnåelse av profitt utfordrende, men logistiske forskjeller ved konseptet relativt til fysiske butikker muliggjør også kostnadsbesparelser på en rekke andre punkter. De fysiske aktørene i dagligvaremarkedet har behov for å leie mange lokaler over hele landet for å være tilgjengelig for kundene. Dette medfører også spredning av et stort vareutvalg over disse lokalene. Kolonial trenger derimot færre og mer sentraliserte varelagre, som bidrar til større omløpshastighet i varelageret, som videre bidrar til mindre matsvinn. Dette muliggjør også deres holdbarhetsgaranti.

Et sentralt tema relativt til bransjen i sin helhet, er den pågående konkurransesituasjonen. Dagligvaremarkedet er preget av at få store aktører dominerer markedsandelene, og oppnår dermed bedre innkjøpsbetingelser i tillegg til stordriftsfordeler. Det er også mangel på uavhengige distribusjonsaktører, og de største kjedene står for dette på egenhånd. Kolonial sitt innkjøpssamarbeid med Rema er derfor svært viktig. De får levert varer gjennom Rema sitt distribusjonsselskap og bedre innkjøpsbetingelser gjennom deres leverandøravtaler. Vi fant dermed et potensial i den nye loven om “god handelsskikk”, som kan bidra til å forbedre konkurransesituasjonen og dermed marginene i fremtiden. Det kan heller ikke sees bort i fra at covid-19 restriksjonene har bidratt til en kraftig økning i etterspørselen, og har dermed gitt et “boost” for fremtidig vekst. Hvis man ser dette i sammenheng med den antydende kundelojaliteten hos nettbaserte aktører, kan forspranget med å være dagens største og billigste nettaktør anses å være av stor verdi.

Videre har vi gjennomført mer kvantitative analyser av det omgrupperte regnskapet, hvor vi blant annet forsøkte å fastsette en syntetisk rating og andre risikokoeffisienter. Her fant vi begrensninger tilknyttet det historiske regnskapet, hvor blant annet den negative egenkapitalen i 2019 var en stor faktor. Denne skyldtes i stor grad valg av finansieringskilde gjennom det konvertible lånet fremfor emisjoner. For utregningen av avkastningskravet tok vi et mindre utgangspunkt i nøkkeltall fra det historiske regnskapet, og fokuserte på mer generelle kjennetegn ved bransjen, med et tillegg av en likviditetspremie. Dette rettfærdiggjøres gjennom scenarioanalysen vi gjennomførte avslutningsvis. Fra lønnsomhetsanalysen vi gjennomførte i kapittel 8, ble funnene hovedsakelig benyttet videre i form av historisk vekst. Gjennom disse analysene tok vi en avveining ved å hovedsakelig sammenligne tallene med Bunnpris fremfor hele bransjen. Dette begrunnes gjennom for store strukturelle forskjeller fra de større aktørene, og at Bunnpris antakeligvis ligger litt nærmere en mer realistisk størrelse for Kolonial i fremtiden. Denne sammenligningen ble vektlagt mindre der vi ikke anså Bunnpris til å være representativt. Videre ble funnene fra den strategiske analysen hovedsakelig benyttet for å budsjettere fremtidige kontantstrømmer og krav. Budsjetteringen ble mest detaljert og begrunnet for driftsnære komponenter. Disse ble deretter brukt til å foreta den fundamentale verdsettelsen, og gjøre et anslag på verdien til Kolonial.no sin egenkapital. Her startet vi med å gå igjennom to modeller, egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Innenfor disse to er det flere modeller som kan brukes, og vi beregnet et verdiesimat for hver av de. Egenkapitalmetoden og

selskapskapitalmetoden ga et ulikt resultat på grunn av de budsjetterte vektene, og vi foretok derfor en konvergeringsprosess for å få et felles estimat.

Usikkerheten i estimatet analyserte vi ved å gjennomføre en scenarioanalyse. Valget falt på denne metoden, da den er mest hensiktsmessig for en oppstartsbedrift. Vi budsjetterte tre scenarioer for denne analysen; 1) Oppside, 2) mest forventede og 3) nedside. Det andre scenarioet, det mest forventede, er i hovedsak begrunnet i fremtidsregnskapet i kapittel 9. For de to andre scenarioene har vi gjort en grundig vurdering i kapittel 11.4.2 og 11.4.3. Ved hjelp av scenarioanalysen så vi at verdien kan gå i flere retninger enn det vi kom frem til i kapittel 9. Forskjellen mellom det første og det andre scenarioet ble rettet mot hvor store markedsandeler vi anså som realistiske i fremtiden. Kundenes oppslutning vil være den største driveren for fremtidig vekst, som også innebærer mest usikkerhet. Etter en verdsettelse av begge scenarioene gjennom både egenkapital- og selskapskapitalmetoden, samt en konvergeringsprosess, ble sannsynlighetsvekter fastsatt for de budsjetterte utfallene og konkurstilfellet i tillegg. Med utdelte sannsynlighetsvekter, fikk vi et endelig estimat på **960 223 983 NOK**.

Forbehold tilknyttet svakheter i estimatet tas særlig med hensyn til mangelen på informasjon, og medfølgende antakelser og forutsetninger. Et mer presist estimat ville vært mulig med tilgang på intern informasjon. Vi anser en av de største usikkerhetene til å ligge i verdien teknologien kan medbringe, gjennom effektivisering av logistikk-løsninger.

13. Litteraturliste

Forelesningsnotater

Forelesningsnotater fra faget BUS440 - Regnskapsanalyse og verdivurdering. Norges handelshøyskole:

Knivsfå, Kjell Henry 2020. F1 *VERDIVURDERING MED REKNESKAPSANALYSE*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2001%20-%202020.pdf>

Knivsfå, Kjell Henry 2020. F2 *STRATEGI, REKNESKAP OG VERDI*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2002%20-%202020.pdf>

Knivsfå, Kjell Henry 2020. F3 *REKNESKAPSANALYSE RAMME OG «TRAILING»*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2003%20-%202020.pdf>

Knivsfå, Kjell Henry 2020. F4 *OMGRUPPERING FOR ANALYSE*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2004%20-%202020.pdf>

Knivsfå, Kjell Henry 2020. F5 *OMGRUPPERING BALANSE OG KONTANTSTRAUM*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2005%20-%202020.pdf>

Knivsfå, Kjell Henry 2020. F6 *REKNESKAPSBASERT MÅLING*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2006%20-%202020.pdf>

Knivsfå, Kjell Henry 2020. F7 *MÅLEFEIL*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2007%20-%202020.pdf>

Knivsfå, Kjell Henry 2020. F8 *JUSTERING AV MÅLEFEIL*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2008%20-%202020.pdf>

Knivsfå, Kjell Henry 2020. F9 *KREDITTVURDERING SYNTETISK RATING*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2009%20-%202020.pdf>

Knivsfå, Kjell Henry 2020. F10 *AVKASTINGSKRAV = MÅLESTOKK FOR RENTABILITET*

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2010%20-%202020.pdf>

Knivsfå, Kjell Henry 2020. F11 *STRATEGISK RENTABILITETSANALYSE*
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2011%20-%202020.pdf>

Knivsfå, Kjell Henry 2020. F12 *STRATEGISK DRIFTSANALYSE*
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2012%20-%202020.pdf>

Knivsfå, Kjell Henry 2019. F14 *FRAMTIDSREKNESKAP RAMME OG DRIFTSINNTEKTER* <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2014%20-%202019p.pdf>

Knivsfå, Kjell Henry 2020. F14 *FRAMTIDSREKNESKAP RAMME OG DRIFTSINNTEKTER* <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2014%20-%202020.pdf>

Knivsfå, Kjell Henry 2020. F15 *FRAMTIDSREKNESKAP ANDRE BUDSJETTDRIVARAR*
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2015%20-%202020.pdf>

Knivsfå, Kjell Henry 2020. F16 *FRAMTIDSKRAV OG STRATEGISK RENTABILITETSANALYSE*
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2016%20-%202020.pdf>

Knivsfå, Kjell Henry 2020. F17 *FUNDAMENTAL VERDIVURDERING EIGENKAPITALMETODEN*
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2017%20-%202020.pdf>

Knivsfå, Kjell Henry 2020. F18 *SK - METODEN OG VERDIKONVERGENS*
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2018%20-%202020.pdf>

Knivsfå, Kjell Henry 2020. F19 *UVISSE I VERDIESTIMATET*
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2020/BUS440%20-%2019%20-%202020.pdf>

Munthe-kaas, Karl Alveng, 2020. F10 Kolonial.no. *BUS439 Strategisk outsourcing og franchising*

Faglitteratur

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

Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper (2. utgave.)*. Bergen: Fagbokforlaget.

Keller, K. L. (2013). *Strategic Brand Management. Building, Measuring, And Managing Brand Equity 4e*. Pearson Education Limited .

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Corporate valuation - Measuring and Managing the Value of Companies*. McKinsey & Company.

Jørgensen, J., & Pedersen, L.J. (2017). *RESTART 7 veier til bærekraftig business*. CAPPELEN DAMM AS.

Artikler

Christensen, J., & Berglihn, H. (2019, April 29). *Tidlige investorer i Kolonial.no casher ut 150 mill*. Hentet fra Dagens næringsliv:

<https://www.dn.no/marked/kolonialno/kinnevik/tidlige-investorer-i-kolonialno-casher-ut-150-mill/2-1-594404> [Lest 10.september.2020]

Ehandel. (2016, August 13). *Rema 1000 kjøper seg inn i Kolonial.no*. Hentet fra ehandel:

<https://no.ehandel.com/artikler/rema-1000-kjoper-seg-inn-i-kolonial-no/381360> [Lest 14.november.2020]

Finstad, Ø., & Bjørndal, B. (2019, Mai 07). *Bunnpris har de minst frønyde dagligvarekundene*. Hentet fra Dagens Næringsliv:

<https://www.dn.no/handel/kundeloyalitet/dagligvarebransjen/bunnpris/bunnpris-har-de-minst-fornoyde-dagligvarekundene/2-1-599158> [Lest 25.august.2020]

Hagen, G. A. (2008, Mars 14). *Derfor floppet Lidl*. Hentet fra Dagens Næringsliv:

<https://www.dn.no/derfor-floppet-lidl/1-1-1126205> [Lest 2.september.2020]

- Haugan, B. (2018, februar 27). *Rema taper kampen om kundene*. Hentet fra <https://e24.no/naeringsliv/i/QoJLB8/rema-taper-kampen-om-kundene> [Lest 29.august.2020]
- Haugen (A), T. K. (2020, Mars 18). *Kolonial.no møter den store pågangen med ny nettbutikk*. Hentet fra Ehandel: <https://no.ehandel.com/kolonial-moter-stor-pagang-med-ny-nettbutikk> [Lest 5.september.2020]
- Haugen (B), T.K. (2020, April 23). *Etter enorm økning - Kolonial.no har doblet kapasiteten*. Hentet fra Ehandel <https://no.ehandel.com/etter-enorm-okning-kolonial-no-har-doblet-kapasiteten> [Lest 5.november.2020]
- Hopland, S (A). (2019, Desember 4). *Hver 10. handlekurv fra Kolonial.no inneholder nå Clas Ohlson-varer*. Hentet fra E24: <https://e24.no/naeringsliv/i/VbrLyp/hver-10-handlekurv-fra-kolonialno-inneholder-naa-clas-ohlson-varer> [Lest 8.september.2020]
- Hopland, S (B). (2019, April 29). *Investerer ytterligere 300 millioner i Kolonial.no*. Hentet fra E24: <http://min.e24.no/investerer-ytterligere-300-millioner-i-kolonial-no/a/Opg5Xw> [Lest 30.august.2020]
- Hopland, S (A). (2020, April 24). *Coop tar opp kampen med Kolonial og Meny på nettmat*. Hentet fra E24: <https://e24.no/naeringsliv/i/9v45JM/coop-tar-opp-kampen-med-kolonial-og-meny-paa-nettmat> [Lest 24.november.2020]
- Hopland, S (B). (2020, Oktober 13). *Kolonial.no dobler kapasiteten med nytt lager - tror de kan nå Kristiansand innen 2022*. Hentet fra E24: <https://e24.no/naeringsliv/i/PR9ERz/kolonialno-dobler-kapasiteten-med-nytt-lager-tror-de-kan-naa-kristiansand-innen-2022> [Lest 3.november.2020]
- Kaspersen, L., & Laugen, S.T. (2010, Oktober 18). *Bunnpris går til Rema 1000*. Hentet fra Dagens Næringsliv: <https://www.dn.no/bunnpris-gar-til-rema-1000/1-1-1548572> [Lest 24.august.2020]
- Kleppe, M.K., Kaspersen, L., & Solem, L.K. (2015, Desember 21). *Bunnpris dropper Rema - Rema ber Konkurransetilsynet gripe inn*. Hentet fra Dagens Næringsliv: <https://www.dn.no/dagligvare/bunnpris-dropper-rema-remaber-konkurransetilsynet-gripe-inn/1-1-5540231> [Lest 25.august.2020]

Knudsen, C., & Nilsen, A. A. (2020, Juni 18). *Norges Bank gir nytt rentesignal: Kan sette opp renten i 2020*. Hentet fra E24: <https://e24.no/boers-og-finans/i/4qM5o9/norges-bank-gir-nytt-rentesignal-kan-sette-opp-renten-i-2022> [Lest 7.oktober.2020]

Laugen, S. T. (2014, Oktober 16). - *Tollsatsene knakk Ica*. Hentet fra Dagens Næringsliv: <https://www.dn.no/i-retten/coop/konkurransetilsynet/ica/-tollsatsene-knakk-ica/1-1-5213452> [Lest 2.september.2020]

Lorvik, N (B). (2020, September 08). *Mener Amazon bidrar til å utvikle norsk dagligvarehandel: - Forbrukerne kan glede seg*. Hentet fra Nettavisen: <https://www.nettavisen.no/okonomi/mener-amazon-bidrar-til-a-utvikle-norsk-dagligvarehandel---forbrukerne-kan-glede-seg/3424012941.html> [Lest 2.november.2020]

Lorvik, N (A). (2020, mars 25). *Har doblet omsetning etter koronapandemien brøt ut*. Hentet fra <https://www.nettavisen.no/okonomi/har-doblet-omsetningen-etter-koronapandemien-brot-ut/3423943348.html> [Lest 3.september.2020]

Nordstrøm, J., & NTB. (2015, Desember 21). *Bunnpris dropper Reitan*. Hentet fra E24: <https://e24.no/naeringsliv/i/8wd31W/bunnpris-dropper-reitan> [Lest 16.november.2020]

Pettersen, M., & Yildirim, S. Ø. (2018, August 30). *Denne matvarekjeden er billigst og best på nett*. Hentet fra <https://www.tv2.no/a/10045482/> [Lest 4.september.2020]

Regjeringen (A). (2020, Januar 27). *Importvernet for jordbruksvarer*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/jordbruk/innsikt/handel-med-jordbruksprodukter/importvernet-for-jordbruksvarer/id2364459/> [Lest 7.september.2020]

Regjeringen (B). (2020, November 11). *Klimaendringer og norsk klimapolitikk*. Hentet fra Regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/no/tema/klima-og-miljo/innsiktsartikler-klima-miljo/klimaendringer-og-norsk-klimapolitikk/id2636812/> [Lest 15.november.2020]

Ripegut, H. (2020, Januar 23). *Sterke reaksjoner på ny teknologi: - Da er det slutt med å handle på Coop*. Hentet fra <https://www.sa.no/forbruker/teknologi/dagligvare/sterke-reaksjoner-pa-ny-teknologi-da-er-det-slutt-med-a-handle-pa-coop/s/5-46-816945> [Lest 6.september.2020]

Ripegut, H. (2019, Juni 21). *Test av matpriser: Så stor er prisforskjellen mellom billigste og dyreste kjede*. Hentet fra Nettavisen: <https://www.nettavisen.no/okonomi/test-av-matpriser-sa-stor-er-prisforskjellen-mellom-billigste-og-dyreste-kjede/3423802483.html> [Lest 7.november.2020]

Solem, L. K. (2018, Mai 10). *Bunnpris-eier: - Vi skulle vært døde for 20-30 år siden*. Hentet fra Dagens Næringsliv: <https://www.dn.no/handel/bunnpris/christian-lykke/kiwi/bunnpris-eier-vi-skulle-vart-dode-for-2030-ar-siden/2-1-333311> [Lest 10.september.2020]

Solem, L. K. (2020, Oktober 26). *Verdsetter Kolonial til tre milliarder kroner. Og en ting trekker spesielt opp*. Hentet fra Dagens næringsliv: https://www.dn.no/handel/kinnevik/kolonial/karl-alveng-munthe-kaas/verdsetter-kolonial-til-tre-milliarder-kroner-og-en-ting-trekker-spesielt-opp/2-1-899400?fbclid=IwAR3oyCAXWgu_GF54DvGY60gW4IM8UJnx5lm6vV2C4Wqs1ETt5OJcOHweM4 [Lest 11.november.2020]

Solem, L. K., & Ekeberg, I. (2019, November 13). *Rema om innkjøpsprisene: - Mye verre enn vi trodde*. Hentet fra Dagens Næringsliv: <https://www.dn.no/handel/konkurransetilsynet/rema/rema-1000/rema-om-innkjopsprisene-mye-verre-enn-vi-trodde/2-1-705686> [Lest 26.august.2020]

Solgård, J. (2020, Mars 12). *Enorm korona - pågang hos Kolonial fører til sprengt kapasitet: - Vi bemanner opp*. Hentet fra Dagens næringsliv: <https://www.dn.no/handel/koronaviruset/handel/mat/enorm-korona-pagang-hos-kolonial-forer-til-sprengt-kapasitet-vi-bemanner-opp/2-1-772108> [Lest 10.november.2020]

Sættem, J.B., & Skjeggstad, S.B. (2016, September 6). *Norske forbrukere mest misfornøyd i Europa*. Hentet fra Nrk: <https://www.nrk.no/norge/norske-forbrukere-mest-misfornoyd-i-europa-1.13121598> [Lest 26.august.2020]

Tveraabak, J. (2020, August 31). *Butikkene en kjempefordel i møte med Amazon*. Hentet fra StrongPoint: <https://www.strongpoint.com/no/blog/online-groceries-now/> [Lest 11.september.2020]

Valvik, M. E. (2018, April 19). *Hvor mye betaler gigantene for maten? Konkurransetilsynet kan ha svaret, men vil ikke undersøke det*. Hentet fra Aftenposten:

<https://www.aftenposten.no/okonomi/i/m6pzkl/hvor-mye-betaler-gigantene-for-maten-konkurransetilsynet-kan-ha-svare> [Lest 7.september.2020]

Wolden, P. D. (2020, November 20). *Nye grep fra Kolonial*. Hentet fra Moderne transport: <https://www.mtlogistikk.no/jon-kare-stene-kolonialno-netthandelndel/nye-grep-fra-kolonial/535269> [Lest 11.september.2020]

Informasjon fra hjemmesider

Amazone. (2020). *What is just walk out shopping?* Hentet fra: <https://www.amazon.com/b?ie=UTF8&node=16008589011>

Bunnpris A. (u.å.). *Historie om Bunnpris - så langt*. Hentet fra <https://bunnpris.no/om-bunnpris/historie>

Coop A. (u.å.). *Dette er Coop*. Hentet fra <https://coop.no/om-coop/virksomheten/dette-er-coop>

Coop B. (u.å.). *Om Coop*. Hentet fra <https://coop.no/om-coop/virksomheten/>

Fuchs, L. (2019, April 02). *Fremtidens matvarer tar ikke omveier*. Hentet fra Kolonial.no: <https://medium.com/kolonial-no/kvaliteten-i-norsk-dagligvarehandel-er-for-d%C3%A5rlig-og-det-har-vi-gjort-noe-med-d339f96820dd>

Kolonial.no. (2017). *Vinner av kategorien Tjenstedesign 2017*. Hentet fra <https://doga.no/aktiviteter/dogas-priser/innovasjonsprisen-for-universell-utforming/tidligere-vinnerprosjekter/kolonial.no/>

Kolonial.no. (2018). *Kolonial.no-bloggen*. Hentet fra <https://blogg.kolonial.no/>

Kolonial.no A. (2017, Oktober 6). *Kolonial.no inngår samarbeid med Norges Blindforbund*. Hentet fra <https://blogg.kolonial.no/post/166105859390/kolonialno-inng%C3%A5r-samarbeid-med-norges>

Kolonial.no A. (u.å.). *Bli med å revolusjonere en hel bransje*. Hentet fra <https://kolonial.no/om/teknologi/>

Kolonial.no B. (u.å.). *Norges første matbutikk på nett med ordentlig lave priser*. Hentet fra <https://kolonial.no/om/konseptet/>

Kolonial.no C. (u.å.). *Topp kvalitet. Hver eneste dag*. Hentet fra <https://kolonial.no/om/kvalitet/>

Kolonial.no D. (2020, Mai 02). *Kolonial.no ansetter permitterte*. Hentet fra <https://www.nhosh.no/bransjer/handel2/nyheter/2020/kolonial.no-tredobler-salget/>

Kolonial.no E. (u.å.). *Kolonial.no lages for fremtiden*. Hentet fra <https://kolonial.no/om/ansvar/>

Kolonial.no F. (2020, April 02). *Kolonial.no asnetter permitterte*. Hentet fra <https://www.nhosh.no/bransjer/handel2/nyheter/2020/kolonial.no-tredobler-salget/>

Kolonial.no G. (u.å.). *Billig - uansett hvem du sammenligner med*. Hentet fra <https://kolonial.no/lave-priser/>

Kolonial.no H. (u.å.). *Omfattende undersøkelse om dagligvarehandel på nett: - Gir store tidsbesparelser*. Hentet fra <https://www.aftenposten.no/brandstudio/feature/v/kolonial/tidsunders%C3%B8kelsen/>

Kolonial.no I. (n.d.). *Elleve ting du kanskje ikke visste om å handle dagligvarer på nett*. Hentet fra https://www.aftenposten.no/brandstudio/feature/v/kolonial/8_fakta_om_kolonial/

Kolonial.no J. (2020, Oktober 14). *Dagligvareutfordrer Kolonial.no satser tungt etter korona-vekst*. Hentet fra NTB Kommunikasjon: <https://kommunikasjon.ntb.no/pressemelding/dagligvareutfordrer-kolonialno-satser-tungt-etter-korona-vekst?publisherId=12583954&releaseId=17893880>

Meny. (2020, Februar 16). *MENY er vekstvinner i 2019*. Hentet fra <https://meny.no/Om-MENY/pressemeldinger/meny-er-vektvinner-i-2019/>

Meny A. (u.å.). *Spørsmål om hjemlevering*. Hentet fra <https://meny.no/Om-MENY/ofte-stilte-sporsmal/sporsmal-om-hjemlevering/>

Rema 1000 A. (2020, Juni 16). *Om REMA 1000*. Hentet fra <https://www.rema.no/om-rema-1000/>

Rema 1000 B. (2014, Oktober 06). *Rema 1000 inngår avtale med Kolonial.no*. Hentet fra <https://www.rema.no/nyheter/rema-1000-inngar-avtale-med-kolonial/>

Norgesgruppen A. (u.å.). *Dette er Norgesgruppen*. Hentet fra <https://www.norgesgruppen.no/om-oss/dette-er-norgesgruppen/>

Norgesgruppen B. (u.å.). *Enklere. Bedre. Digitalt*. Hentet fra <https://www.norgesgruppen.no/om-oss/ambisjonene-i-praksis/enklere.-bedre.-digitalt/>

Rapporter, statistikk og definisjoner

Dahl, G. (u.å.). *Rentedekningsgrad*. Hentet fra <https://www.lederkilden.no/tema/rentedekningsgrad>

Damodaran, A. (2020, Januar). *Total betas by sector*. Hentet fra http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html

Ellickson, P. B. (2015). *The Evolution of the Supermarket Industry: From A&P to Walmart*. University of Rochester.

FN. (2020, November 17). *FNs bærekraftsmål*. Hentet fra <https://www.fn.no/om-fn/fns-baerekraftsmaal>

Forbrukerrådet. (2016). *Handlevaner og holdninger til mat og holdbarhet*. Hentet fra Matvett.no: <https://www.matvett.no/uploads/documents/rapport-handlevaner-og-holdbarhetsdato-2016.pdf>

Forbruksforskningsinstituttet SIFO. (2016). *Vareutvalg av mat og drikke i norsk dagligvarebutikker: utvikling, egne merkevarer, og sammenligning med Sverige*. Oslo: SIFO.

Forbrukerrådet. (2013). Hentet fra Forbrukerrådet.no: <https://www.forbrukerradet.no/wp-content/uploads/2015/09/Dagligvareunders%C3%B8kelsen.pdf>

Gundersen, F., Lunke, E., & Strand, A. (2017, Oktober). *Handle overalt, alltid*. Hentet fra <https://www.toi.no/getfile.php?mmfileid=46827>

Guldbrandsen, M., Lind, L.M., Aalen, P., Magnussen, K., & Grünfeld, L.A. (2018). *Tidsbruk ved dagligvarehandel på nett*. <https://5.kolonial.no/static/media/tidsbruk-ved-dagligvarehandel-pa-nett.f0602341.pdf>

IMF. (2020). *Real GDP growth*. Hentet fra https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/WEO_WORLD

K. Næringslivsøkonomi. (n.d.). *6.3 Finansiering*. Hentet fra <https://okonomivgs.portfolio.no/read/551f2b0e-686e-417d-aa20-0e65fa357b2f>

Konkurransetilsynet. (2005). *Betaling for hylleplass - Virkninger for konkurranse i dagligvaremarkedet i Norge*. Konkurransetilsynet.

Konkurransetilsynet. (2009). *Konkurransen i Norge*. Bergen: Konkurransetilsynet Norwegian competition authority.

Konkurransetilsynet. (2018). *Høringsuttalelse - rapport etableringshindringer i dagligvaresektoren*.

Konkurransetilsynet. (2019). *Kartlegging av innkjøpsbetingelser i norsk dagligvaresektor*.

Kücher, A., Mayr, S., Mitter, C., Duller, C., & Feldbauer-Durstmüller, B. (2018, September 18). Firm age dynamics and causes of corporate bankruptcy: age dependent explanations for business failure. Hentet fra Springer link: <https://link.springer.com/article/10.1007/s11846-018-0303-2>

Wifstad, K., Jensen, T.B., Eide, L.S., Grünfeld, L.A., & Skogli, E. (2018). *Konkurranse i dagligvaremarkedet*. Hentet fra Menon Economics: <https://www.menon.no/wp-content/uploads/2018-33-Konkurranse-i-dagligvare.pdf>

NHO. (u.å.). *Matsvinn*. Hentet fra <https://www.nhomd.no/politikk/en-barekraftig-mat--drikke--og-bionaring/matsvinn/>

Nielsen. (2019, Desember 31). *Dagligvarefasiten 2020*. Hentet fra https://dagligvarehandelen.no/sites/default/files/dagligvarefasiten_2020.3.pdf

NoRe. (2020). Hentet fra Norske finansielle. Hentet fra https://www.referanserenter.no/?fbclid=IwAR2P7uSY_xWjSxhbCWcBWJbT3xYv4gqXG4ziJngjFbQXZtjCBmFcItyc_4E

Norges bank A. (2020, Juni 30). *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/?fbclid=IwAR3i1oikkmjHZa2RL4UCzl1VyX1bpoWM3aLSbsDFQfnkDHEuP3NHcYmFECg>

Norges Bank. (2020, Mai 07). *Mål og virkemidler i pengepolitikken*. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Mandat-oppgaver-pengepolitikk/>

Oslo economics. (2017). *Etableringshindringer i dagligvaresektoren*. Hentet fra https://osloeconomics.no/wp-content/uploads/Etableringshindringer-i-dagligvaresektoren_ref2.pdf

Rannikko, H., Tornikoski, E. T., Isaksson, A., & Löfsten, H. (2019, November 11). *Survival and Growth Patterns among New Technology-Based Firms: Empirical Study of Cohort*. Hentet fra <https://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1111/jsbm.12428?needAccess=true>

Regjeringen (A). (2019, 12 06). *Ny lov krever ryddige forhold i dagligvarebransjen*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/ny-lov-krever-ryddige-forhold-i-dagligvarebransjen/id2681338/?fbclid=IwAR2sm0m2gCPOj0QoxY-AEGmGeBHQJjFL1-gdOZrr7A3V041JJOYYdFzfCuU>

Statistisk sentralbyrå. (2019). *Kjøpekraftsparitet, prisnivåindekser og prisnivåjustert utgift, etter utgiftsgruppe og land (EU27)*. <https://www.ssb.no/statbank/table/13007>

Statistisk sentralbyrå (A). (2020). *Konjunkturtendensene med nasjonalregnskapet for april 2020*. https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/_attachment/423360?_ts=1728003ef28

Statistisk sentralbyrå (B). (2020). *Bruk av IKT i husholdningene*. Hentet fra: <https://www.ssb.no/statbank/table/11436/chartViewLine> [Lest 21.november.2020]

Statistisk sentralbyrå (C). (2020). *Nasjonale befolkningsframskrivninger*. Hentet fra: <https://www.ssb.no/statbank/table/12881/tableViewLayout2/> [Lest 21.november.2020]

Statistisk sentralbyrå (D). (2020). *Konjunkturtendensene*. Hentet fra <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/attachment/419153?ts=171a7776d10>

Stensgård, A. E., Prestrud, K., Hanssen, O. J., & Callewaert, P. (2019, Oktober 30). *Matsvinn i Norge*. Hentet fra matvett.no: <https://www.matvett.no/uploads/documents/OR.32.19-Matsvinn-i-Norge-Rapportering-av-nokkeltall-2015-2018-08.11.2019.pdf>

Thorsnæs, G. (A) .(2020, April 17). *Norges befolkning*. Hentet fra Store Norske Leksikon: https://snl.no/Norges_befolkning

Thorsnæs, G. (B) .(2020, Juni 16). *Østlandet*. Hentet fra Store Norske Leksikon: <https://snl.no/%C3%98stlandet>

Valde, M., & Riise, M. (2017). *Open acces NHH*. Hentet fra <https://openaccess.nhh.no/nhh-xmlui/bitstream/handle/11250/2487986/masterthesis.PDF?sequence=1&isAllowed=y>

Visma eAccounting. (u.å.). *Likviditet*. Hentet fra <https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/1/likviditet/>

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

Wettergreen, J., Ekornrud, T., & Abrahamsen, D. (2019, September 17). *Statistisk sentralbyrå*. Hentet fra <https://www.ssb.no/helse/artikler-og-publikasjoner/eldrebolgen-legger-press-pa-flere-omsorgstjenester-i-kommunen>

Lover og regnskapsskikk

Hellidagsfredloven (1995). *Lov om hellidager og helligdagsfred (LOV-1995-02-24-12)*. Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1995-02-24-12>

Konkurranseloven (2004). *Lov om konkurranse mellom foretak og kontroll med foretakssammenslutninger (LOV-2004-03-05-12)*. Lovdata.

<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2004-03-05-12?q=konkurranseloven>

Lov om god handelsskikk i dagligvarekjeden (2020). *Lov om god handelsskikk i dagligvarekjeden (LOV-2020-04-17-29)*. Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/LTI/lov/2020-04-17-29>

NRS 8, God regnskapsskikk for små foretak (2018). Hentet fra

<https://www.regnskapsstiftelsen.no/wp-content/uploads/2018/03/2018-02-NRS-8-God-regnskapsskikk-for-sm%C3%A5-foretak-2018.pdf>

Personopplysningsloven (2018). *Lov om behandling av personopplysninger (LOV-2018-06-15-38)*. Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/LTI/lov/2018-06-15-38>

Prop. 33 L (2019-2020). *Lov om god handelsskikk i dagligvarekjeden*. Stortinget.

<https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Saker/Sak/?p=77421>

Figurer

Business-to-you. (2016, November 20). *VRIO: From firm resources to competitive advantage*. Hentet fra <https://www.business-to-you.com/vrio-from-firm-resources-to-competitive-advantage/>

Creately Templates. (u.å.). *PESTEL Analysis Template*. Hentet fra Creately:

https://creately.com/diagram/example/jn2uxnc52/PESTLE+Analysis+Template?utm_source=pinterest&utm_medium=social&utm_campaign=pinpest

Kumar, S. (2019, Mars 09). *Porter's five forces analysis*. Hentet fra

<https://medium.com/product-gyaan/porters-five-forces-analysis-868945aa5846>

Mind tools content team. (2017). *SWOT Analysis - How to develop a strategy for success*.

Hentet fra https://www.mindtools.com/pages/article/newTMC_05.htm

Årsrapport

Disse er bestilt fra Brønnøysundsregisteret

Bunnpris 2016

<https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/visprodukt?produktURL=http://file.brreg.no/private/eHandelPortal/ecomsys/8f9b695e0ad759e09bf0d723a9d86ed0/20200002764300-4.pdf>

Bunnpris 2017

<https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/visprodukt?produktURL=http://file.brreg.no/private/eHandelPortal/ecomsys/62e1569c4e4d10eb4a97e647ea98cc8a/20200002764300-3.pdf>

Bunnpris 2018

<https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/visprodukt?produktURL=http://file.brreg.no/private/eHandelPortal/ecomsys/2f77f70ebbd675934bff0c37a86e2514/20200002764300-2.pdf>

Bunnpris 2019

<https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/visprodukt?produktURL=http://file.brreg.no/private/eHandelPortal/ecomsys/8dad15150dccb384007921cf6b872f5/20200002764300-1.pdf>

Kolonial 2016:

<https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/visprodukt?produktURL=http://file.brreg.no/private/eHandelPortal/ecomsys/a576d436fd8d3e4a77dc08f09b53f428/20200003210174-4.pdf>

Kolonial 2017:

<https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/visprodukt?produktURL=http://file.brreg.no/private/eHandelPortal/ecomsys/0dc6b1aca19ce21fb1423e4f55c5ab6f/20200003210174-3.pdf>

Kolonial 2018:

<https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/visprodukt?produktURL=http://file.brreg.no/private/eHandelPortal/ecomsys/43c34e01a87e5ae524c11934454a43bc/20200003210174-2.pdf>

Kolonial 2019:

<https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/visprodukt?produktURL=http://file.brreg.no/private/eHandelPortal/ecomsys/ff8f5226a668f2417fd83b903ba4d6cc/20200003210174-1.pdf>

Rema 1000 2016

<https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/visprodukt?produktURL=http://file.brreg.no/private/eHandelPortal/ecomsys/fb3c2d1c35fc4d0e01a32f406e8a1166/20200002751003-4.pdf>

Rema 1000 2017

<https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/visprodukt?produktURL=http://file.brreg.no/private/eHandelPortal/ecomsys/fabe52a543171ef8de092e946adc1b8a/20200002751003-3.pdf>

Rema 1000 2018

<https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/visprodukt?produktURL=http://file.brreg.no/private/eHandelPortal/ecomsys/b63b7077729cd6925de9322c8d57bfd3/20200002751003-2.pdf>

Rema 1000 2019

<https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/visprodukt?produktURL=http://file.brreg.no/private/eHandelPortal/ecomsys/692d806cbd77ef4e2da7e9a9ce5d8745/20200002751003-1.pdf>

14. Appendix A

8.3 Finansieringsfordel

Finansiering er den siste kilden til fordel. Det forventes at denne kilden er liten, og det er derfor ikke meningsfylt å splitte avviket opp i bransje og ressursfordel. *I finans er benchmarken kravet, og veldig sjeldent bransjen siden unormal avkastning er unntaket.* (Knivsflå, 2020, F11, s. 39)

$$\text{Finansieringsfordel} = (\text{nfgk} - \text{nfggr}) * \text{nfgg} + (\text{mik} - \text{mir}) * \text{mig}$$



nfgk = netto finansielt gjeldskrav, nfggr = netto finansiell gjeldsrentabilitet, nfgg = netto finansiell gjeldsgrad, mik = minoritetskraav, mir = minoritetsrentabilitet, mig = minoritetsgrad (MI /EK) Kilde: (Knivsflå, 2020, F11, s. 46)

Finansieringsfordelen kan altså deles opp i netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Netto finansiell gjeld kan videre deles opp i finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Vi skal se nærmere på disse komponentene i dette kapitlet ved å ta i bruk de estimerte kravene fra kapittel 7. Netto finansiell gjeld deles opp med følgende uttrykk:

$$\text{Netto finansiell gjeld} = (\text{fgk} - \text{fgr}) * \text{fgg} + (\text{fer} - \text{fek}) * \text{feg}$$



8.3.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld og finansielle eiendeler

Finansiell gjeld:

Fra formelen under ser vi at det vil være gunstig å ta i bruk finansiell gjeld når det finansielle gjeldskravet er større enn finansielle gjeldsrenten ($fgk > fgr$).

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



fgk = finansiell gjeldskrav (kapittel 7), fgr = finansiell gjeldsrente, fgg = finansiell gjeldsgrad

Vi benytter følgende formel for fgr og fgg :

$$fgr = \frac{NFK_t}{FG_{t-1} + (\Delta FG_t - NFK_t)/2}$$

$$fgg = \frac{FE_{t-1} + (\Delta FG_t - NFK_t)/2}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2}$$

NFK = netto finanskostnad, FG = finansiell gjeld, NRE = nettoresultat til egenkapital

	2017	2018	2019	Tidsvektet
Finansielt gjeldskrav	15,75 %	15,95 %	22,16 %	17,95 %
- Finansiell gjeldsrente	11,23 %	13,66 %	9,07 %	11,32 %
= Finansiell gjeldsrentefordel	4,52 %	2,29 %	13,09 %	6,63 %
* Finansiell gjeldsgrad	0,022	0,180	0,488	0,23
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,10 %	0,41 %	6,39 %	2,30 %

Tabell 8.10 – Finansieringsfordel finansiell gjeld for Kolonial.no, 2017-2019

Vi ser at 2019 har en veldig høy finansiell gjeld og det skyldes en høy finansiell gjeldsgrad og et høyt finansielt gjeldskrav. Når vi ser på årene sammenlagt, ser vi at finansieringsfordelen fra finansiell gjeld er 2,3 %.

Finansielle eiendeler:

Det vil være en fordel for eierne at virksomheten har finansielle eiendeler dersom rentabiliteten er større enn kravet, slik at forvaltningen er lønnsom (Knivsflå, 2020, F11, s. 56)

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



fer = finansiell eiendelsrente, fek = finansielt eiendelskrav (kapittel 7), feg = finansiell eiendelsgrad

Knivsflå (2020, F.11) presenterer følgende formel for fer og feg :

$$fer = \frac{NFI_t}{FE_{t-1} + (\Delta FE_t - NFI_t)/2}$$

$$feg = \frac{FE_{t-1} + (\Delta FE_t - NFI_t)/2}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2}$$

NFI = netto finansinntekt, FE = finansielle eiendeler, NRE = nettoresultat til egenkapital

	2017	2018	2019	Tidsvektet
Finansiell eiendelsrentabilitet	10,72 %	7,72 %	13,38 %	10,61 %
Finansiell eiendelskrav	2,25 %	2,45 %	2,16 %	2,29 %
= Finansiell eiendelsrentabilitet	8,47 %	5,27 %	11,22 %	8,32 %
* Finansiell eiendelsgrad	0,004	0,010	0,019	0,01
= Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,04 %	0,05 %	0,21 %	0,10 %

Tabell 8.11 – Finansieringsfordel finansielle eiendeler for Kolonial.no, 2017-2019

Vi ser at også finansieringsfordelen fra finansielle eiendeler har vært veldig nærme null. Den lave fordelen kan forklares i at de holder lite finansielle eiendeler.

8.3.2 Oppsummering finansieringsfordel netto finansiell gjeld

$$\text{Finansieringsfordel} = (nfgk - nfggr) * nfgg + (mik - mir) * mig$$



Vi kan nå slå sammen våre funn fra finansieringsfordel fra finansiell gjeld og finansieringsfordel fra finansielle eiendeler for å få fordelene fra netto finansiell gjeld. Slik vi nevnte tidligere, består finansieringsfordelen av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Vi har altså funnet den første komponenten i den totale finansieringsfordelen.

	2017	2018	2019	Tidsvektet
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,10 %	0,41 %	6,39 %	2,30 %
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,04 %	0,05 %	0,21 %	0,10 %
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,13 %	0,46 %	6,60 %	2,40 %

Tabell 8.12 – Finansieringsfordel netto finansiell gjeld for Kolonial.no, 2017-2019

Vi ser at Kolonial får en gjennomsnittlig finansieringsfordel på 2.40 % fra netto finansiell gjeld. Fordelen er særlig høy i 2019 på grunn av finansieringsfordel fra finansiell gjeld.

8.3.3 Finansieringsfordel minoritet

Vi skal nå se på den siste komponenten av den totale finansieringsfordelen. Det er en fordel for majoritetseierne å ha minoritetsinteresser dersom kravet er større enn rentabiliteten.

(Knivsflå, 2020, F11, s. 65)

$$\text{Finansieringsfordel minoritetsinteresser} = (mik - mir) * mig$$



Knivsflå (2020, F.11) presenterer følgende formel for mir og mig:

$$mir = \frac{NRM_t}{MI_{t-1} + (\Delta MI_t - NMR_t)/2}$$

$$mig = \frac{MI_{t-1} + (\Delta MI_t - NMR_t)/2}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2}$$

NMR = netto minoritetsresultat, MI = minoritetsinteresser, NRE = nettoresultat til egenkapital

	2017	2018	2019	Tidsvektet
Minoritetskrav	10,15 %	9,98 %	9,30 %	9,81 %
- Minoritetsrentabilitet	-37,34 %	262,92 %	-304,59 %	-26,34 %
= Minoritetsrentabilitetsfordel	47,49 %	-252,94 %	313,89 %	36,15 %
* Minoritetsgrad	0,000	0,001	0,001	0,000
= Finansieringsfordel minoritetsinteresser	0,00 %	-0,26 %	-0,19 %	-0,15 %

Tabell 8.13 – Finansieringsfordel minoritetsinteresser for Kolonial.no, 2017-2019

Finansieringsfordelen fra minoritetsinteresser er rundt null gjennom hele analyseperioden, og vi ser at den er svakt negativt. Dette fører til at de i gjennomsnitt har en ulempe på -0.15 %. Grunnen til det er en veldig lav minoritetsgrad gjennom hele perioden.

8.3.4 Finansieringsfordel oppsummert

Den totale finansieringsfordelen som er gitt ved summen av netto finansiell gjeld og minoritet er presentert under i tabell 8.14.

	2017	2018	2019	Tidsvektet
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,10 %	0,41 %	6,39 %	2,30 %
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,04 %	0,05 %	0,21 %	0,10 %
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,13 %	0,46 %	6,60 %	2,40 %
+ Finansieringsfordel minoritetsinteresser	0,00 %	-0,26 %	-0,19 %	-0,15 %
= Finansieringsfordel	0,14 %	0,20 %	6,40 %	2,25 %

Tabell 8.14 – Finansieringsfordel for Kolonial.no, 2017-2019

Fra tabellen ser vi at finansieringsfordelen er ganske lav gjennom analyseperioden. Den gjennomsnittlige fordelingen er på 2,25 %.

15. Appendix B

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
EK-metode	444 923 637	794 430 211	1 020 120 519	832 608 478	924 950 521	861 365 151	897 357 225	874 389 345	888 025 295
SK-metode	3 307 796 834	453 939 352	1 208 217 945	716 239 396	993 533 853	819 056 378	922 923 309	858 713 755	897 560 110
Avvik i %	152,576%	54,550%	16,882%	15,027%	7,150%	5,035%	2,809%	1,809%	1,068%

	10	11	12	13	14	15	16	17	18
EK-metode	879 563 674	884 675 180	881 536 255	883 444 629	882 277 276	882 988 687	882 554 148	882 819 201	882 657 391
SK-metode	873 733 975	888 228 717	879 366 060	884 768 487	881 469 131	883 481 805	882 253 176	883 002 869	882 545 297
Avvik i %	0,665%	0,401%	0,246%	0,149740%	0,091640%	0,055831%	0,034108%	0,020803%	0,012700%

	19	20	21	22	23	24	25	26	27
EK-metode	882 756 122	882 695 861	882 732 635	882 710 191	882 723 888	882 715 529	882 720 630	882 717 517	882 719 417
SK-metode	882 824 530	882 654 112	882 758 113	882 694 642	882 733 377	882 709 737	882 724 164	882 715 360	882 720 733
Avvik i %	0,007749%	0,004730%	0,002886%	0,001762%	0,001075%	0,000656%	0,000400%	0,000244%	0,000149%

	28	29	30	31	32	33	34	35	36
EK-metode	882 718 257	882 718 965	882 718 533	882 718 797	882 718 636	882 718 734	882 718 674	882 718 710	882 718 688
SK-metode	882 717 454	882 719 455	882 718 234	882 718 979	882 718 524	882 718 802	882 718 632	882 718 736	882 718 673
Avvik i %	0,000091%	0,000056%	0,000034%	0,000021%	0,000013%	0,000008%	0,000005%	0,000003%	0,000002%

	35	36	37	38	39	40	41	42	43
EK-metode	882 718 710	882 718 688	882 718 702	882 718 693	882 718 699	882 718 695	882718697	882718696	882718697
SK-metode	882 718 736	882 718 673	882 718 711	882 718 688	882 718 702	882 718 693	882718699	882718695	882718697
Avvik i %	0,000003%	0,000002%	0,000001%	0,000001%	0,000000%	0,000000%	0,000000%	0,000000%	0,000000%

	37	38	39	40	41	42	43
EK-metode	882 718 702	882 718 693	882 718 699	882 718 695	882718697	882718696	882718697
SK-metode	882 718 711	882 718 688	882 718 702	882 718 693	882718699	882718695	882718697
Avvik i %	0,000001%	0,000001%	0,000000%	0,000000%	0,000000%	0,000000%	0,000000%

Tabell 15.1 - Konvergering av verdiestimat, steg 1-43