



Orkla ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

Per Christian Brander og Thomas Øverli Åsheim

Veileder: Bjarne Møller

Selvstendig arbeid, Mastergrad i Regnskap og Revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

Denne utredningen er en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av Orkla ASA. Oppgaven er i sin helhet basert på offentlig tilgjengelig informasjon.

Utredningen begynner med en presentasjon av selskapet og bransjen før det redegjøres for valg av verdsettelsesmetode. Det utføres så en strategisk analyse for å vurdere Orklas strategiske posisjon. Analysen avdekker at selskapets største fordeler fremkommer ved etablerte og sterke merkevarenavn og en god finansiell stilling som muliggjør handlingsrom i utførelse av strategien om å bli et rendyrket merkevareselskap. De største ulempene fremkommer ved svak vekst, økt konkurranse fra handelens egne merkevarer og en sårbarhet overfor substitutter.

Videre omgrupperes og normaliseres Orklas og bransjens finansregnskap for en investororientert verdsettelse. Basert på historiske avkastningskrav utføres det så en regnskapsanalyse. Denne avdekker at Orkla har en mindre strategisk fordel som dekomponeres i en positiv driftsfordel og en negativ finansieringsfordel. Driftsfordelen fremkommer ved en høy bransjefordel mens finansieringsulempen skyldes svak avkastning fra tilknyttede selskaper.

Innsikt fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen benyttes for å utarbeide et fremtidsregnskap for perioden 2015 – 2020. Videre estimeres det fremtidskrav for den samme perioden. Basert på fremtidsregnskapet og fremtidskrav utføres det en fundamental verdsettelse av Orkla. Det utføres også en egen verdsettelse av driftsfremmede tilknyttede selskaper, hvor spesielt Jotun har en verdi høyere enn den bokførte.

Verdsettelsen gir et estimat på 57,48 kroner per aksje per 15.4.15. Analyser av usikkerhet viser at estimatet er meget følsomt for endringer i variabler, spesielt driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Deretter utføres det en komparativ verdsettelse ved multiplikatormodeller. Multippelen EV/EBITA underbygger verdiestimatet med et estimat på 60,48 kroner, mens P/E-multippelen gir et vesentlig lavere estimat, mulig grunnet iboende svakheter.

Per 15.4.15 er Orklas børskurs på 64,95. Basert på et intervall på $\pm 15\%$ konkluderer vi med at investorer bør holde på sin posisjon, men er meget nært en salgsanbefaling.

Førord

Denne utredningen er skrevet som en del av masterstudiet i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole våren 2015.

Vi ønsket begge å skrive en utredning innen faget verdsettelse, da vi anser området som sterkt relevant for en revisor som ønsker flere verktøy i verktøykassa enn kun revisjon. Med en utvikling hvor det kan se ut som om grensen for revisjonsplikt kan bli hevet enda høyere i fremtiden, samt et krevende marked med press på honorarer, anser vi dette som meget viktig. Vi mener en utredning som dette vil gi oss en god forståelse for hvordan en praktisk gjennomføring av en verdsettelse kan utføres, selv om vi innser at en verdsettelse i den virkelige verden ofte vil måtte ta hensyn til tids- og ressursbegrensninger vi ikke har måttet forholde oss til.

Ved valg av hvilket selskap utredningen skulle handle om ønsket vi å verdsette et av de store selskapene på Oslo Børs, samtidig som vi ønsket at det skulle ha en nær tilknytning til Norge. Begge forfatterne fant Orkla som et spennende og interessant selskap å skrive om. Vi erkjenner at å verdsette et stort og komplekst selskap som Orkla har vært en utfordrende oppgave. Orkla er i dag vesentlig mindre diversifisert enn det var for noen år tilbake. Likevel har spesielt problemstillinger knyttet til at selskapet fortsatt opererer innen flere forretningsområder samt at det har vært igjennom omfattende strukturelle endringer de senere årene medført en del utfordringer. Samtidig har dette bidratt til at vi føler vi har fått et høyt læremessig utbytte av utredningen, både teknisk og praktisk. Arbeidet har også gitt oss en innsikt i merkevarebransjen for næringsmidler som vi håper å kunne benytte oss av i det fremtidige arbeidslivet.

Vi vil benytte anledningen til å takke vår veileder Bjarne Møller for gode råd og innspill underveis i utredningen, samt raske og konkrete tilbakemeldinger.

Bergen, juni 2015

Per Christian Brander

Thomas Øverli Åsheim

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	1
Forord.....	2
Innholdsfortegnelse	3
1 Innledning.....	6
1.1 Formål og avgrensning	6
1.2 Struktur.....	6
2 Presentasjon av Orkla og bransjen.....	8
2.1 Orkla	8
2.2 Historie	10
2.3 Orklaaksjen.....	11
2.4 Forretningsområder	12
2.5 Presentasjon av bransjen og konkurrenter	15
3 Valg av verdsettelsesmetode	20
3.1 Innledning.....	20
3.2 Fundamental verdsettelse.....	20
3.3 Opsjonsbasert verdsettelse.....	21
3.4 Komparative verdsettelsesmodeller	22
3.4.1 Multiplikatormodeller	22
3.4.2 Substansverdimodeller.....	22
3.5 Valg av verdsettelsesteknikk	23
4 Strategisk analyse.....	25
4.1 Innledning.....	25
4.2 Strategisk rammeverk	25
4.3 Intern analyse	26
4.3.1 VRIO-analyse	27
4.4 Ekstern analyse.....	33
4.4.1 PESTEL-analyse	33
4.4.2 Porters Five Forces	40
4.5 Vurdering av finansiell risiko	49
4.6 Oppsummering av strategisk analyse – SWOT.....	50
4.7 Finansielle investeringer.....	52
5 Regnskapsanalyse.....	55
5.1 Rammeverk og praktiske valg	55

5.1.1	Rammeverk	55
5.1.2	Forutsetninger	56
5.2	Presentasjon av rapporterte tall	58
5.3	Omgruppering for analyse.....	61
5.3.1	Resultatregnskapet.....	61
5.3.2	Balanseregnskapet	65
5.4	Analyse av målefeil og justering.....	68
5.5	Endelig resultatregnskap, balanse og kontantstrøm.....	72
5.6	Bransjeregnskap	74
5.7	Rammeverk for forholdstallsanalyse.....	74
6	Analyse av risiko	75
6.1	Analyse av kortsiktig risiko – Likviditetsanalyse	76
6.2	Analyse av langsiktig risiko – Soliditetsanalyse	81
6.3	Oppsummering – Syntetisk rating.....	84
7	Historiske avkastningskrav	87
7.1	Litt teori for avkastningskrav.....	87
7.2	Egenkapitalkrav	87
7.3	Krav til finansielle eiendeler og finansiell gjeld	95
7.4	Krav til netto driftskapital.....	97
7.5	Oppsummering historiske avkastningskrav.....	99
8	Lønnsomhetsanalyse	100
8.1	Superrentabilitet til egenkapital	100
8.2	Dekomponering av strategisk fordel	102
8.3	Driftsfordel	103
8.4	Finansieringsfordel	111
8.5	Oppsummering historisk superrentabilitet	113
9	Fremtidsregnskap.....	114
9.1	Rammeverk for fremtidsregnskap.....	114
9.2	Driftsinntektsvekst og budsjettthorison.....	115
9.3	Andre budsjett drivere	121
9.4	Fremtidsregnskap og fri kontantstrøm	127
10	Fremtidskrav og strategisk fordel.....	129
10.1	Egenkapitalkrav	129
10.2	Krav til finansiell gjeld og finansielle eiendeler	132

10.3	Krav til selskapskapital	134
10.4	Analyse av fremtidsregnskap	135
11	Fundamental verdivurdering.....	137
11.1	Oversikt over metoder og modeller.....	137
11.2	Egenkapitalmetoden	139
11.3	Netto driftskapitalmetoden	140
11.4	Sysselsatt kapitalmetoden.....	142
11.5	Driftsegenkapitalmetoden	143
11.6	Første estimat og konvergens mot endelig verdi.....	144
11.6.1	Første verdiestimat	144
11.6.2	Konvergens i verdiestimatet	144
11.6.3	Verdsettelse finansielle eiendeler.....	146
11.6.4	Endelig verdiestimat.....	148
11.7	Usikkerhet: Simulering og sensitivitet.....	149
11.8	Oppsummering verdiestimat og usikkerhet.....	155
12	Komparativ verdivurdering	156
12.1	Innledning.....	156
12.2	Valg av multipl.....	157
12.3	Price/Earnings.....	158
12.4	EV/EBITA.....	160
12.5	Oppsummering komparativ verdivurdering.....	162
13	Konklusjon og handelsanbefaling.....	163
	Referanseliste.....	164
	Appendix.....	172
	Forkortelser	180

1 Innledning

1.1 Formål og avgrensning

Denne utredningen er skrevet som en del av forfatternes masterutdannelse innen regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole. Formålet med utredningen er å estimere den underliggende verdien av Orkla ASA, heretter kalt Orkla, og dermed komme frem til en verdi per aksje. Verdien vil bli vurdert mot hva selskapets aksjer omsettes for i markedet slik at det kan konkluderes med en handelsanbefaling hvor det vurderes hvorvidt selskapets aksje bør kjøpes, selges eller holdes. Arbeidet rettes både mot enhver som ønsker økt innsikt i selskapet Orkla, dets verdi og bransjen det opererer innen, samt personer som ønsker forståelse for hvordan en praktisk verdivurdering kan utføres. Utredningen vil presentere relevant teori sammen med den praktiske løsningen av de ulike delene av verdivurderingen, slik at diskusjoner og konklusjoner skal være mulig å forstå for de fleste lesere. Imidlertid, for best mulig utbytte av utredningen bør leseren ha en grunnleggende forståelse for økonomi og spesielt innen regnskap.

Utredningen er skrevet over en tidsperiode på flere måneder. Det er en utfordring at over denne perioden vil det stadig fremkomme ny informasjon om selskapet, både i form av resultatrapporter, presentasjoner og oppslag i media. Ideelt sett hadde konsistensen og påliteligheten i utredningen vært optimalt hensyntatt dersom oppgaven ble skrevet over en veldig kort periode og deretter publisert rett etterpå. I det praktiske arbeidet med utredningen har vi etter beste evne hensyntatt informasjon som har fremkommet underveis i perioden som anses vesentlig for verdsettelsen. For å kunne avslutte utredningen på en hensiktsmessig måte har vi fastsatt 15. april 2015 som dato for endelig informasjonsstopp. Dette betyr at vi ikke har hensyntatt noen informasjon etter denne datoen. Denne datoen vil også bli benyttet for sammenligning mellom vårt verdiestimat og børskursen.

Utredningen skrives uten noe form for samarbeid med Orkla. Dette betyr at oppgaven kun baserer seg på offentlig tilgjengelig informasjon. Dette gir en naturlig avgrensning, da det er rimelig å anta at det vil foreligge informasjon om selskapet som ikke er offentlig tilgjengelig som kunne ha forbedret estimater og prognoser ytterligere.

1.2 Struktur

Utredningen er delt opp i kapitler som hver seg tar for seg områder som er sentrale innen den strategiske regnskapsanalysen og verdivurderingen. Kapitlene er skrevet slik at de er relativt

selvstendige. Likevel vil kapitlene bygge på informasjon og drøftelser fra tidligere kapitler for å få en naturlig flyt og for å unngå for mye gjentakelser. Utredningen er i all hovedsak skrevet kronologisk etter hvilket steg i prosessen som behandles. Fremstillingen er utført slik at hvert kapittel skal lede naturlig over i det neste. For et mest mulig helhetlig inntrykk av utredningen anbefaler vi at den leses kapittel for kapittel.

Utredningen begynner med en presentasjon av Orkla og bransjen det opererer innen i kapittel 2. Deretter blir forskjellige verdsettelsesteknikker gjennomgått og det vurderes hvilke som er hensiktsmessige å benytte i kapittel 3. I kapittel 4 gjennomføres en strategisk analyse av interne og eksterne forhold for å avdekke hvorvidt Orkla innehar strategiske fordeler eller ulemper.

I de neste fire kapitlene gjennomføres det en regnskapsanalyse. Denne begynner med at de historiske finansregnskapene normaliseres, omgrupperes og justeres for en investororientert analyse i kapittel 5. Disse vil deretter analyseres for historisk kredittrisiko i kapittel 6, før det beregnes historiske avkastningskrav i kapittel 7. På bakgrunn av dette gjennomføres en analyse av historisk lønnsomhet og strategisk fordel i kapittel 8.

I kapittel 9 utarbeides prognoser og fremtidsregnskap, mens fremtidskrav utarbeides i kapittel 10. Basert på disse to kapitlene utføres så selve verdsettelsen i kapittel 11. Deretter følger en komparativ verdsettelse i kapittel 12 før den endelige konklusjonen blir presentert i kapittel 13.

2 Presentasjon av Orkla og bransjen

Dette kapittelet vil presentere selskapet Orkla, informere kort om selskapets historie og historisk utvikling i aksjekurs og utbytte samt presentere de forskjellige forretningsområdene Orkla opererer innen. Formålet med presentasjonen er å gi en forståelse for selskapet og dets drift. Dette vil være sentralt for det videre arbeidet med den strategiske regnskapsanalysen. Deretter presenteres bransjen Orkla opererer innen samt identifiserte sammenlignbare selskaper og konkurrenter. De sammenlignbare selskapene vil benyttes som sammenligningsgrunnlag videre i verdivurderingen.

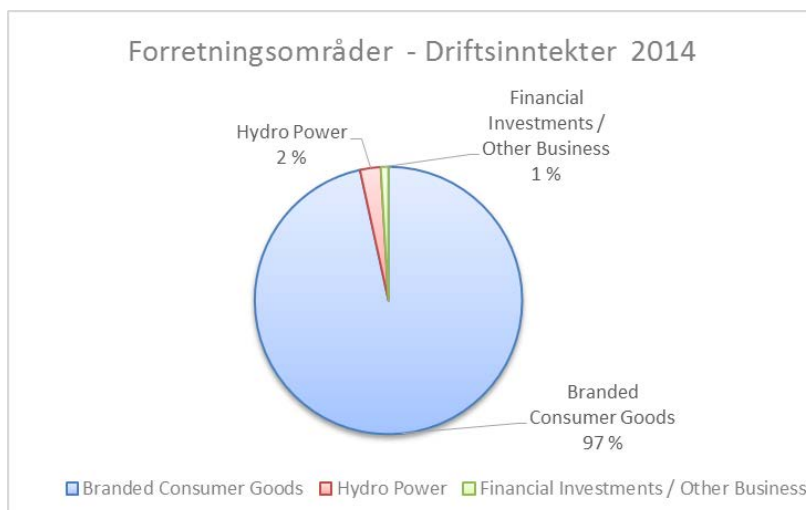
2.1 Orkla

Orkla er notert på Oslo Børs, og er et av Norges største børsnoterte konsern. Selskapet er en ledende leverandør av merkevarer og konseptløsninger til dagligvarehandel og storhusholdning i Norden og Baltikum. Orkla opererer hovedsakelig innen segmentet Branded Consumer Goods gjennom forretningsområdene: Orkla Foods, Orkla Confectionery & Snacks, Orkla Home & Personal og Orkla Food Ingredients. I tillegg har Orkla investeringer i selskapene Granges, Hydro Power, Sapa JV, Jotun samt øvrige finansielle investeringer.¹

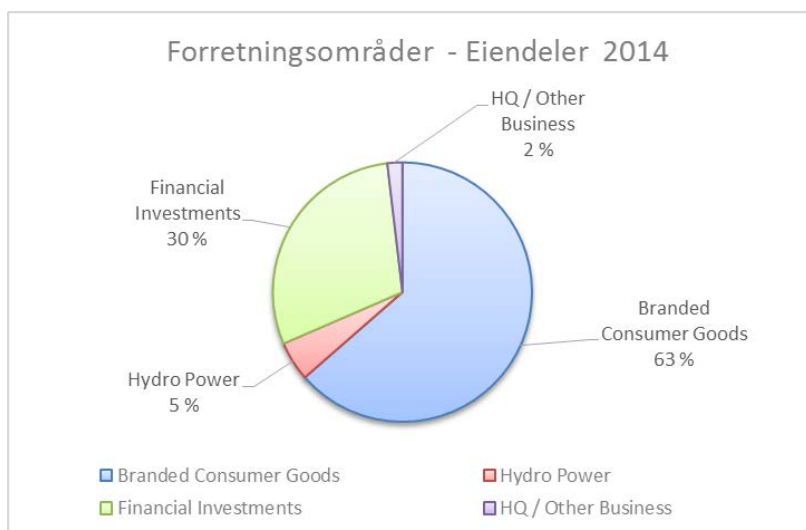
Orkla Foods	Orkla Confectionery & Snacks	Orkla Home & Personal	Orkla Food Ingredients	Orkla Investments
				
Drifts- inntekter: 11.110	Drifts- inntekter: 4.868	Drifts- inntekter: 4.770	Drifts- inntekter: 5.998	Granges
EBITA: 1.312	EBITA: 690	EBITA: 823	EBITA: 288	Hydro Power
				Financial Investments
				Orkla Eiendom
				Sapa JV (50%)
				Jotun (42.5%)
Konsernsenter og støttefunksjoner				

Figur 2-1: Oversikt over forretningsområder Orkla

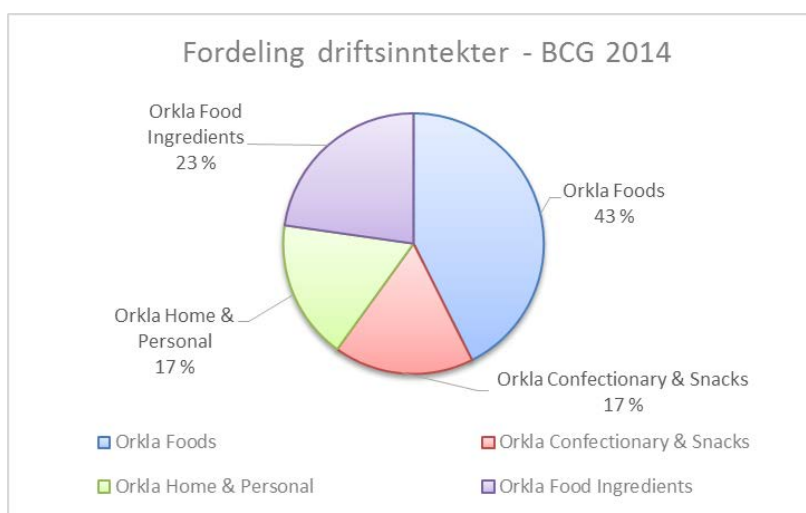
¹ Orkla, Om Orkla



Figur 2-2: Driftsinntekter per forretningsområde 2014



Figur 2-3: Eiendeler per forretningsområde 2014



Figur 2-4: Driftsinntekter per forretningsområde innen Branded Consumer Goods 2014

Orkla ASA - Resultatregnskap				
Beløp i mill. NOK	2011	2012	2013	2014
Salgsinntekter	29 640	28 559	32 216	29 202
Annen driftsinntekt	420	1 337	829	397
Sum driftsinntekter	30 060	29 896	33 045	29 599
Varekostnad	-15 289	-15 063	-16 690	-14 406
Lønnskostnader	-5 330	-5 088	-5 918	-5 779
Andre driftskostnader	-5 539	-5 468	-6 171	-5 242
EBITDA	3 902	4 277	4 266	4 172
Avskrivninger, amortisering og andre poster	-1 367	-1 367	-1 984	-1 058
EBIT	2 535	2 910	2 282	3 114
Netto finans	1 907	997	382	-242
Resultat før skatt	4 442	3 907	2 664	2 872
Skatt	-654	-726	-692	-688
Resultat etter skatt fra videreført virksomhet	3 788	3 181	1 972	2 184
Gevinst/resultat ikke videreført virksomhet	-4 496	-1 547	-1 225	-485
Årsresultat	-708	1 634	747	1 699
Nøkkeltall:				
Inntektsvekst		-0,5 %	10,5 %	-10,4 %
EBITDA-margin	13,0 %	14,3 %	12,9 %	14,1 %
EBIT-margin	8,4 %	9,7 %	6,9 %	10,5 %
Resultatmargin	-2,4 %	5,5 %	2,3 %	5,7 %

Tabell 2-1: Resultatregnskap og nøkkeltall for Orkla i perioden 2011 – 2014.

2.2 Historie²

Orkla er et av de eldste storselskapene i norsk næringsliv og har en historie som går over 350 år tilbake i tid. Orkla startet opp som et rent gruveselskap basert på den rike malmforekomsten på Løkken Verk i Sør-Trøndelag.

I nyere tid har selskapets virksomhet vært gjenstand for store endringer. I perioden 1986 – 2003 hadde selskapet fokus på å konsolidere den norske og nordiske BCG industrien. I perioden 1986 – 1991 konsoliderte Orkla BCG industrien i Norge ved å samle merkevarene Nora, Stabburet, Lilleborg og Ringnes under Orkla. I perioden 1994 – 1997 konsoliderte Orkla deler av BCG industrien i Norden ved å samle merkevarene Procordia, Abba og Pripps Blå under Orkla. I tillegg ble i år 2000 Carlsberg Breweries etablert som en fusjon mellom Pripps Ringnes AS og Carlsberg. Orklas aksjepost i Carlsberg Breweries ble imidlertid solgt til Carlsberg AS i 2004.

I perioden 2004 – 2008 hadde Orkla et bredere fokus hvor satsingen på BCG industrien ble nedtonet. I 2005 kjøpte Orkla seg opp i silisium og aluminiumsselskapene Elkem og Sapa. I 2007 ble Orkla største eier i solcelleselskapet Renewable Energy Corporation (REC) med 39,99 % av aksjene og etablerte også verdens største selskap innen aluminiumprofiler. I 2009

² Orkla, *Om Orkla*

opnådde man 100 % eierskap i aluminiumsselskapet Sapa Profiles. I dette året utgjorde Orkla Brands, det vil si merkevarevirksomheten, kun 41 % av totale driftsinntekter i konsernet.

Fra 2009 har Orkla igjen fokusert på Branded Consumer Goods. I 2011 annonserte selskapet at det strategiske fokuset fremover ville være vekst innen merkevarer. Elkem ble solgt til China National Bluestar Group Co, og størstedelen av Orklas aksjeportefølje og andra aktiva utenfor Orklas kjerneområde ble solgt. I 2012 – 2013 kjøpte Orkla de norske merkevareselskapene Jordan og Rieber & Søn. I samme periode ble Borregaard solgt som en del av en børsnotering og eierskapet i Sapa ble redusert gjennom et JV med Hydro.

Denne utviklingen har fortsatt i 2014 ved at Orkla børsnoterte selskapet Gränges AB på NASDAQ Stockholm den 10. oktober 2014. I forbindelse med børsnoteringen solgte Orkla 69 % av selskapet. Gränges var i 2013 den største delen av Orkla som ikke knyttet seg til Branded Consumer Goods med 12 % av omsetningen til konsernet og 11 % av konsernets EBITA. I 2014 utgjorde Branded Consumer Goods 97 % av selskapets driftsinntekter og 105 % av resultatet før renter, skatt og amortisering (EBITA). I begynnelsen av 2015 har Orkla annonsert at de kjøper det svenske merkevareselskapet Cederroth.³ Forutsatt godkjenning fra relevante konkurransemyndigheter vil oppkjøpet styrke Orklas posisjon som merkevareselskap ytterligere.

2.3 Orklaaksjen

Orkla ble børsnotert så langt tilbake som i 1929. Selskapet er i dag notert på Oslo Børs, og er et av de største selskapene notert der. Orkla har i overkant av 44 000 aksjonærer, hvor 46 % av aksjene er eid av utenlandske investorer. Den største aksjonæren i Orkla er Canica AS med en eierandel på nesten 19 % per 28. november 2014.

For en langsiktig investor vil både verdiutvikling på aksjen samt størrelsen på utbetalt utbytte være av betydning for investering i aksjen. Orkla har som mål at aksjonærene over tid skal oppnå konkurransedyktig avkastning på sin investering gjennom en kombinasjon av utbytte og verdiøkning på aksjen.⁴

³ Orkla, *Orkla kjøper Cederroth*

⁴ Orkla, *Orklas aksjekurs*



Figur 2-5: Historisk kursutvikling i Orkla-aksjen

Det var store bevegelser i Orklaaksjen i forkant av finanskrisen hvor aksjekursen steg betraktelig, før den falt med over 50 % fra slutten av 2007 til slutten av 2008. Store deler av disse bevegelsene kan riktignok tilskrives eierskapet i REC som på denne tiden utgjorde en stor del av Orklas verdi. I løpet av 2007 steg REC-aksjen fra ca. 105 til 238 kroner, før den falt ned til ca. 66 kroner i løpet av 2008. I seksårsperioden fra slutten av 2008 til 2014 har Orklaaksjen hatt en svak utvikling med en oppgang på kun 12,5 %. I den samme perioden har Oslo Børs (OSEBX) steget med hele 155 %. Orklas langsiktige aksjonærer har imidlertid også oppnådd avkastning gjennom en konsistent utbyttepolitikk. Orkla har de ti siste årene utbetalt utbytte per aksje på mellom 1,5 – 2,5 kroner årlig, hvor et normalt utbytte de senere årene har ligget på 2,5 kroner per aksje. Gjennomsnittlig utbytte i disse ti årene har vært 2,72 kroner per aksje, trukket opp av et ekstraordinært utbytte i 2011.

2.4 Forretningsområder⁵

2.4.1 Orkla Foods

Orkla Foods omfatter Orklas matvarevirksomhet i Norden og Baltikum samt virksomhet i Russland og India som tidligere var en del av det egne området Orkla International. Selskapene som inngår i forretningsområdet er Orkla Foods i Norge, Sverige, Danmark og Finland samt selskaper i Estland, Latvia, Litauen, Russland og India. Orkla Foods har en bred portefølje av kjente og sterke merkevarer innen matvarehandelen, og driver innen produktkategoriene ferdigmat, sauser, pizza, brødtopping, desserter, sjømat, syltetøy med flere. Orkla Foods er markedsledende innen de fleste av disse kategoriene både i Norge og

⁵ Orkla, *Om Orkla & Orkla*, Årsrapport 2013

Sverige og er også markedsleder i flere produktkategorier i Danmark og Finland.

Hovedvekten av omsetningen kommer fra Norge og Sverige og skjer fra dagligvarehandelen, men også fra storhusholdning og industri. Orkla Foods står blant annet for kjente merkenavn som Stabburet, Toro og Nora i Norge samt Felix, Abba og Ekströms i Sverige. 1. oktober 2013 fusjonerte Rieber & Søn og Stabburet til Orkla Foods Norge. Det nye selskapet ble dermed en av de største merkevareleverandørene av mat i Norge.

2.4.2 Orkla Confectionary & Snacks

Orkla Confectionary & Snacks omfatter Orklas virksomhet innen snacks, godteri og kjeks. Selskapene som inngår i forretningsområdet er Orkla Confectionary & Snacks i Norge, Sverige og Finland, samt KiMs i Danmark, Latfood i Latvia, Kalev i Estland og Rieber Russia. Den norske delen av Orkla Confectionary & Snacks består av de tidligere selskapene Nidar, KiMs og Sætre. Selskapet er en sterk markedsaktør innen snacks, godteri og kjekssegmentet i Norden, og omfatter kjente merkenavn som Nidar og KiMs i Norge samt OLW og Ballerina i Sverige. Selskapet er markedsledende eller blant de største aktørene innen flere av produktkategoriene.

2.4.3 Orkla Home & Personal

Orkla Home & Personal omfatter Orklas virksomhet innen produktkategoriene personlig pleie, rengjøringsmidler, helseartikler, tekstiler og malerverktøy. Forretningsområdet har hovedvekten av sin omsetning i Norge, men har også omsetning fra Sverige, Danmark og andre land. Selskapene som inngår i Orkla Home & Personal er Lilleborg, Lilleborg Profesjonell, Orkla Health, Pierre Robert Group og Orkla House Care. Lilleborg produserer og selger blant annet vaskemidler, tannbørster og hygieneprodukter til personlig pleie og er en ledende aktør i det norske markedet med kjente merkenavn som OMO, Jif, Solidox og Define. Orkla Health har sine hovedproduktgrupper innen kosttilskudd og helseprodukter og er en sterk aktør i det norske markedet. Innen basistekstiler i dagligvarekanalen er selskapet markedsleder i Norge med en meget sterk posisjon gjennom klesmerket Pierre Robert. Gjennom merkevaren Jordan er Orkla også markedsleder i Norge innen malerverktøy og andre verktøy til hjemmet. I januar 2015 annonserte selskapet at Orkla Home & Personal har inngått avtale om å kjøpe alle aksjene i merkevareselskapet Cederroth. Cederroth eier flere varemerker innen helse og personlig pleie og vil styrke selskapets posisjon i markedet ytterligere. Avtalen er betinget av godkjennelse fra relevante konkurransemyndigheter og transaksjonen forventes gjennomført senest i løpet av 3. kvartal 2015.

2.4.4 Orkla Food Ingredients

Orkla Food Ingredients er den ledende aktøren innen bakeriingredienser i Norden, og har i tillegg voksende markedsposisjoner i flere land i Europa. Totalt ivaretas nærhet til kundemarkedet med salgs- og distribusjonsselskaper i 19 land. De største produktgruppene er margarin og smørblandingsprodukter, bakehjelpemidler og bakemikser til brød og kaker, marsipan samt gjær. Disse produktgruppene er hovedsakelig egenprodusert og utgjør omtrent 60 % av totalt salg.

2.4.5 Gränges

Gränges er et globalt aluminiumsselskap som utelukkende konsentrerer seg om valsede produkter til varmevekslerindustrien. Flesteparten av kundene til Gränges finnes i bilindustrien. Rundt halvparten av alle biler i verden har i dag varmevekslere fremstilt av materialer og ekspertise fra Gränges. I dette segmentet er selskapet global markedsleder. Tidligere tilhørte selskapet Sapa-gruppen, men ble i 2013 et eget selskap. I 3. kvartal 2014 børsnoterte Orkla Gränges AB på NASDAQ Stockholm, hvor Orkla solgte 69 % av selskapet. Med virkning fra 2014 vil dermed posten presenteres som investering i tilknyttet selskap.

2.4.6 Hydro Power

Hydro Power består av kraftverk i Sarpsfoss og Orklas eierandel på 85 % i AS Saudefaldene. Hydro Power produserer og leverer kraft i det nordiske kraftmarkedet. Kraftvirksomheten er fullt ut konsolidert inn i Orklas resultatregnskap og rapporteres som Hydro Power.

2.4.7 Sapa

Sapa er et Joint Venture med Hydro hvor Orkla har 50 % eierandel. Sapa er verdens ledende produsent av bearbeidede aluminiumprofiler med sterke markedsandeler i Europa og i Nord-Amerika samt en sterk plattform i Sør-Amerika og Asia. Selskapet rapporteres under tilknyttede og felles kontrollerte selskaper.

2.4.8 Jotun

Orkla eier 42,5 % av Jotun som er en av verdens ledende produsenter av maling og pulverlakk. Jotun driver innen produktkategoriene dekorative malinger, skipsmaling, rusthindrende malinger og pulvermalinger. Selskapet rapporteres under tilknyttede og felles kontrollerte selskaper. Eierskapet i Jotun er fordelt mellom A- og B-aksjer, hvor en A-aksje gir ti ganger så mange stemmer på generalforsamlingen som en B-aksje. Orklas eierskap av A-aksjer og B-aksjer gir dem som nevnt en eierandel på 42,5 % men kun 38,3 % av stemmene.

2.5 Presentasjon av bransjen og konkurrenter

Orkla har siden høsten 2011 arbeidet med å rendyrke Orkla til et fokusert merkevareselskap. Per 2014 har utviklingen kommet dit hen at 97 % av selskapets omsetning og 105 % av EBITA kommer fra forretningsområdene knyttet til Branded Consumer Goods. Forventningen i årene fremover er at den største andelen av omsetning og resultat vil fortsette å komme fra dette forretningsområdet, både grunnet et vesentlig nedslag i det nest største forretningsområdet Gränges og ytterligere oppkjøp av merkevareselskapet Cederroth. Bransjen Orkla opererer i og vil fortsette å operere innen i årene fremover anses dermed å være Branded Consumer Goods bransjen. I dette avsnittet vil vi presentere denne bransjen samt andre aktører i bransjen som anses som Orkla sine konkurrenter og sammenlignbare selskap. Dette vil benyttes videre i bransje- og regnskapsanalysen hvor formålet er å kunne vurdere Orkla sine historiske prestasjoner mot sammenlignbare selskap. Bransjeanalysen vil også benyttes som en del av grunnlaget for fremtidsregnskapet. Analysen vil ta utgangspunkt i selskap og konkurrenter som hovedsakelig driver innen den samme bransjen som Orkla nå opererer innen, det vil si Branded Consumer Goods.

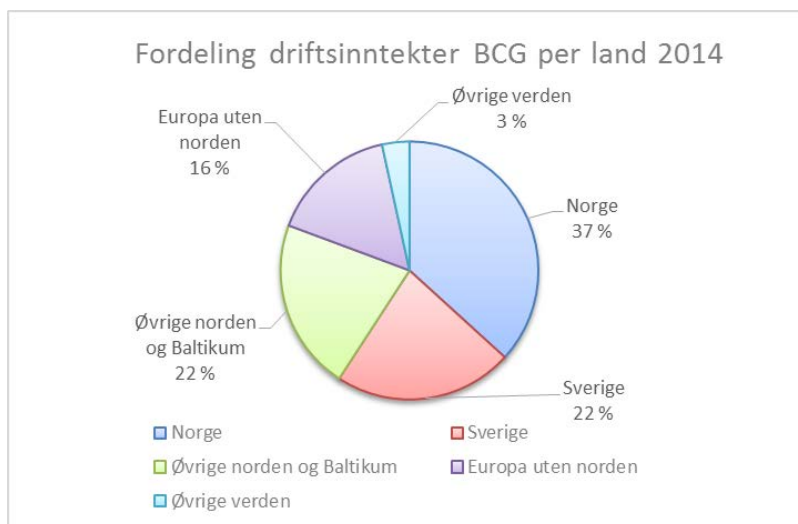
2.5.1 Bransjen

Historisk har produsentselskapene vært sterke aktører i næringsmiddel- og Branded Consumer Goods bransjen. Utviklingen de senere årene, blant annet grunnet konkurranse på pris og synlighet, har gitt økt makt til utsalgsstedene og dagligvareforretningene. I dagens bilde hvor forbrukerne stiller stadig høyere krav knyttet både til kvalitet og pris er det forbrukeren selv som i større grad styrer utviklingen.⁶

Bransjens kunder er personer i alle aldre og posisjoner, da produktene som bransjen selger er produkter stort sett alle mennesker benytter i sine daglige liv. Produktene selges hovedsakelig gjennom dagligvareforretninger og andre lignende utsalgssteder. Typen produkter og prisnivået på disse, samt utviklingen i bransjen er likevel ikke fritatt for markedets krefter. Økonomisk og demografisk utvikling i Norge, Norden, Europa og resten av verden vil være avgjørende for hvilke typer produkter og mengden av disse kundene vil konsumere.

Orkla er en meget sterk aktør i spesielt det norske, men også i det nordiske markedet for merkevarer til dagligvarehandelen. Selskapet er stort sett markedsledende eller innehar sterke posisjoner innen de forskjellige produktkategoriene de opererer innen. Orkla er det største selskapet innen BCG-bransjen i Norden.

⁶ EY, *Nordic Food Survey*



Figur 2-6: Geografisk fordeling av driftsinntekter fra Branded Consumer Goods 2014

Da Orkla opererer hovedsakelig i det norske og det nordiske markedet, samt i nordre del av Europa (Vest-, Sentral og Øst-Europa) er det bransjen i denne delen av verden vi vil fokusere på. Orkla møter konkurranse hovedsakelig på to fronter. På den ene siden konkurrerer de mot store internasjonale BCG-selskaper, mens de på den andre siden konkurrerer mot dagligvarenes egne merker som sakte kaprer markedsandeler i dagligvaremarkedet.⁷

Ved utvelgelsen av sammenlignbare selskaper har vi hovedsakelig lagt vekt på merkevareaspektet som kjennetegner Orkla. Flere selskaper ble vurdert som mulige sammenlignbare selskaper. På den ene siden har vi selskaper som Arla, Nortura og Tine som er store merkevareselskaper i Norden. Historisk sett er disse kooperativer som hviler på importvern, skjermingsstøtte og har stort sett operert innen monopolistiske markeder. På den andre siden har vi store globale merkevareaktører som Nestlé, Unilever, Mondelez og Procter & Gamble. Orkla opererer per i dag ikke på et tilsvarende globalt nivå. Disse aktørene anses likevel å være de som ligger nærmest Orkla i drift- og forretningsområder, da disse som Orkla alle konkurrerer i det norske, nordiske og europeiske BCG-markedet. Vi anser derfor disse aktørene som de mest relevante sammenlignbare selskapene. I tillegg vil dagligvarenes egne merker bli kort presentert. Nedenfor følger en oppstilling over de sammenlignbare selskapene presentert i deres lokale valuta for utvalgte resultatstørrelser.

⁷ E24, Billigmerkene spiser av Hagens markedsandeler

Selskap	Valuta	Driftsinntekter				Driftsresultat (EBIT)				Inntektsvekst				EBIT-margin			
		2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014	2012	2013	2014	Sum	2011	2012	2013	2014
Nestlé	CHF	83 770	89 931	92 373	91 865	12 471	13 388	13 068	10 905	7,4 %	2,7 %	-0,5 %	9,7 %	14,9 %	14,9 %	14,1 %	11,9 %
Procter & Gamble *	USD	81 104	82 006	82 581	83 062	15 495	13 035	14 330	15 288	1,1 %	0,7 %	0,6 %	2,4 %	19,1 %	15,9 %	17,4 %	18,4 %
Unilever	EUR	46 467	51 324	49 797	48 436	6 325	6 832	7 384	7 886	10,5 %	-3,0 %	-2,7 %	4,2 %	13,6 %	13,3 %	14,8 %	16,3 %
Mondelez International	USD	35 810	35 015	35 299	34 244	3 498	3 637	3 971	3 242	-2,2 %	0,8 %	-3,0 %	-4,4 %	9,8 %	10,4 %	11,2 %	9,5 %
Orkla	NOK	30 060	29 896	33 045	29 599	2 535	2 910	2 282	3 114	-0,5 %	10,5 %	-10,4 %	-1,5 %	8,4 %	9,7 %	6,9 %	10,5 %

* Avvikende regnskapsår: 2014 = 01.07.13 - 30.06.14

Tabell 2-2: Oversikt over driftsinntekter, driftsresultat, inntektsvekst og EBIT-margin for Orkla og sammenlignbare selskap i perioden 2011 – 2014

2.5.1.1 Nestlé⁸

Nestlé er verdens største næringsmiddelselskap målt i inntekter og har sitt hovedkvarter i Vevey, Sveits. Per mai 2014 var Nestlé verdens 36. største selskap i henhold til Forbes Global 2000 rangering. Nestlé sin historie strekker seg tilbake til 1866 hvor to separate selskap ble grunnlagt som i 1905 fusjonerte til Nestlé and Anglo-Swiss Milk Company. Nestlé selger sine produkter i 196 land, har 447 fabrikker i 86 land og sysselsetter 330 000 ansatte. Nestlé opererer blant annet innen produktkategoriene barnemat, kaffe og sjokoladedrikker, sjokolade og snacks, frokostblandinger, ferdigmat og dyrefor. Selskapet står bak kjente merkevarer som Nescafé, Nesquik, Lion, After Eight, Mövenpick, Maggi samt flere produkter under eget navn. Nestlé anses hovedsakelig å være en konkurrent til Orkla Foods og Orkla Confectionary & Snacks. Selskapet omsatte i 2014 for 91 865 millioner CHF, og hadde et driftsresultat på 10 905 millioner CHF. Nestlé er børsnotert på den sveitsiske børsen og hadde per mai 2014 en markedsverdi på 239,6 milliarder USD.

2.5.1.2 Procter & Gamble⁹

Procter & Gamble er som Nestlé et av verdens største multinasjonale konsern. Per mai 2014 var Procter & Gamble verdens 40. største selskap i henhold til Forbes Global 2000 rangering. Selskapet ble grunnlagt av William Procter og James Gambles i 1837 og har sitt hovedkvarter i Cincinnati, Ohio. Procter & Gamble selger sine produkter i over 180 land hovedsakelig gjennom masseforhandlere, dagligvareforretninger og andre butikker. Selskapet opererer blant annet innen produktkategoriene personlig pleie, rengjøringsmidler og barnepleie. Procter & Gamble selger kjente merkevarer som Wella, Head & Shoulders, Gillette, Oral-B, Ariel, Tide og Pampers. Procter & Gamble anses hovedsakelig å være en konkurrent til Orkla Home & Personal. Selskapet omsatte i 2014 (avvikende regnskapsår avsluttet juni 2014) for 83 062 millioner USD og hadde et driftsresultat på 15 288 millioner USD. Procter & Gamble er børsnotert på NYSE og hadde per mai 2014 en markedsverdi på 217,8 milliarder USD.

⁸ Nestlé, *About us & Forbes, Global 2000 - Nestlé*

⁹ Procter & Gamble, *Company & Forbes, Global 2000 – Procter & Gamble*

2.5.1.3 Unilever¹⁰

Unilever er et av verdens største næringsmiddelselskap og er i henhold til Forbes Global 2000 rangering verdens 110. største selskap. Unilever ble grunnlagt i 1927 og har sitt hovedkvarter i Rotterdam, Nederland. Unilever driver som Orkla både innenfor segmentene næringsmidler, hygiene og personlig pleie og selger sine produkter i over 190 land. Den største delen av Unilever sitt salg kommer fra segmentet personlig pleie som står for 36 % av selskapets omsetning. Dette segmentet står for kjente merkenavn som Dove, Axe og Sunsilk. Deretter følger selskapets mat-segment som opererer innen produktkategorier som blant annet supper, buljonger, sauser, snacks og salatdressinger. Merkenavn som Unilever selger under i dette segmentet er f.eks Knorr og Flora. Selskapet opererer også innen segmentet forfriskninger med kjente merkenavn som Lipton og Ben & Jerry's, samt i segmentet rengjøringsmidler blant annet med produktene Comfort og Sunlight. Unilever anses hovedsakelig å være en konkurrent til Orkla Foods og Orkla Home & Personal. Selskapet omsatte i 2014 for 48 436 millioner euro og hadde et driftsresultat på 7 886 millioner euro. Unilever er børsnotert på LSE og hadde per mai 2014 en markedsverdi på 124,5 milliarder USD.

2.5.1.4 Mondelez International¹¹

Mondelez International er et stort multinasjonalt selskap og er i henhold til Forbes Global 2000 rangering verdens 148. største selskap. Selskapet var tidligere kjent som Kraft Foods, men endret navn til Mondelez International i oktober 2012. Selskapet ble grunnlagt av James Lewis Kraft i 1903 og har sitt hovedkvarter i Deerfield, Illinois. Mondelez produserer og selger snacks og drikkevarer og opererer hovedsakelig innen produktkategoriene kjeks, sjokolade, godteri, bakeriingredienser, kaffe og andre pulverdrikker. Mondelez selger sine produkter i omtrent 165 land rundt i verden og er globale markedsledere innen produktkategoriene kjeks, sjokolade, godteri og pulverdrikker. Internasjonale kjente merkenavn som Mondelez står bak er blant annet Oreo, Ritz, Toblerone og Philadelphia. Spesielt kjente merkenavn i Norge er Freia, Kvikk Lunsj, Daim og Regia. Mondelez anses hovedsakelig å være en konkurrent til Orkla Snacks & Confectionary og Orkla Food Ingredients. Selskapet omsatte i 2014 for 34 244 millioner USD og hadde et driftsresultat på 3 242 millioner USD. Mondelez er børsnotert på NYSE og hadde per mai 2014 en markedsverdi på 59,2 milliarder USD.

¹⁰ Unilever, *About us & Forbes, Global 2000 - Unilever*

¹¹ Mondelez International, *About us & Forbes, Global 2000 – Mondelez International*

2.5.1.5 Handelens egne merkevarer

Egne merkevarer (EMV) er en betegnelse som typisk brukes for produkter som er produsert av et selskap for og selges under et annet selskaps navn. EMV er dermed ikke et sammenlignbart selskap med de store aktørene nevnt ovenfor, men snarere en gruppe av aktører som konkurrerer med disse. Historisk har disse produktene hatt et dårlig rykte med dårligere kvalitet enn de kjente merkevarene. Imidlertid så har dette endret seg de senere årene, hvor EMV produkter har fått økt tillitt og popularitet blant forbrukere og kaprer markedsandeler fra de mer kjente merkevareaktørene. Dette er en utvikling som finner sted både i Norge, Norden og internasjonalt.¹² Blant de mest kjente butikkeide merkene i Norge er Firstprice, Eldorado, Euroshopper, Nordfjord, Solvinge og X-tra. Dette markedet er voksende i Norge, Norden og Europa for øvrig, og har for eksempel fra 2009 til 2013 vokst fra en markedsandel på 11 til 13 % i Norge og fra 18 til 22 % i Sverige.¹³

¹² Forbes, *How Target, Walgreens and Home Depot have forever changed the private label game*

¹³ Orkla, *The Nordic Consumer Goods Champion, Investor presentation June 2014*

3 Valg av verdsettelsesmetode

3.1 Innledning

Ved valg av hvilken metode som skal benyttes i verdsettelsen av et selskap skilles det normalt mellom tre ulike teknikker; fundamental verdsettelse, opsjonsbasert verdsettelse og komparativ verdsettelse. Videre er det innenfor den fundamentale og komparative metoden flere modeller innenfor hovedteknikken. Det er ikke slik at man velger en teknikk for så å utelukke de andre, teknikkene bør heller sees på som supplerende. I tillegg vil det være nødvendig å gjøre en vurdering mellom kostnad og nytte da teknikkene ikke har samme behov for ressurser. Noen baserer seg på en gjennomgang av mindre mengder informasjon og en overordnet analyse, mens andre krever en mer grundig gjennomgang av selskapet. Ofte vil en enklere vurdering være mindre presis, mens en mer dyptgående gjennomgang vil kunne gi et bedre verdiesimat. Samtidig er alle metodene sensitive for input og viktige forutsetninger, og det er ikke uvanlig at så mye som 75 % av verdien i et selskap ligger mer enn 5 år frem i tid.¹⁴ Hvilken verdsettelsesmetode som bør velges avhenger også av selskapet som skal vurderes. Det må blant annet vurderes hvor bransjen, selskapet og produkter befinner seg i livssyklusen, type bransje, og om selskapets drift skal videreføres eller nedlegges. Nedenfor vil de tre nevnte teknikkene kort presenteres. Deretter vurderes det hvilke teknikker som vil være mest passende for vår verdivurdering av Orkla.

3.2 Fundamental verdsettelse

Ved bruk av en fundamental verdivurdering kommer man frem til et verdianslag basert på en analyse av underliggende eller fundamentale forhold gjennom strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av fremtidsregnskap og krav.¹⁵ Denne teknikken kalles også for inntjeningsbasert tilnærming eller diskontert kontantstrømsmetode (DCF). Det finnes ulike varianter av denne metoden hvor det kan skilles mellom prognose og beregningsmetoder, herunder å beregne kontantstrømmer for selskapet eller investor, til egenkapitalen eller totalkapitalen. Det kan også benyttes residualmetoder eller utarbeides omfattende modeller med en lang prognoseperiode. En annen mulighet er å velge å utelate en eksplisitt analyseperiode å benytte seg av Gordons vekstformel direkte på neste års forventede kontantstrøm.¹⁶ En fundamental verdsettelse er en omfattende og grundig teknikk som er tidkrevende og avhengig av en stor mengde informasjon. Teknikken baserer seg på utførelse av en strategisk analyse av interne

¹⁴ Kaldestad, Y., Møller, B. (2011)

¹⁵ Knivsflå, K. H. (2015)

¹⁶ Kaldestad, Y., Møller, B. (2011)

og eksterne forhold og en regnskapsanalyse. Dette skal gi grunnlag for en forståelse av de underliggende forhold hos selskapet og videre brukes for å utarbeide et estimat på fremtidsregnskap og fremtidig inntjening. Det er i all hovedsak historisk datamateriale som blir brukt, noe som krever at selskapet ikke er i en tidlig oppstartfase. Imidlertid er det ikke nødvendigvis sikkert at historien vil være representativ for fremtiden, hvilket vil si at analysene må hensynta forventinger og antagelser om fremtiden. Dette vil i enkelte bransjer og usikre tider være utfordrende da store deler av verdiene vil kunne ligge flere år frem i tid, noe som medfører at verdiestimatet vil være sensitivt overfor forventningene som fastsettes. Metodens målsetning er å utarbeide et estimat på de fremtidige kontantstrømmene som så neddiskonteres med det relevante avkastningskravet for å kunne tallfeste nåverdien av kontantstrømmen.¹⁷ Denne metoden egner seg best for modne bransjer hvor de historiske dataene strekker seg godt tilbake i tid.

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdivurdering er ofte brukt som et supplement til fundamental verdivurdering. Denne modellen gjør en separat vurdering av fleksibilitet og andre opsjoner i drift og finansiering gjennom opsjonsprising. En fundamental verdsettelse ignorerer verdien av å besitte rettigheten, men ikke plikten, til å gjøre bestemte handlinger. For eksempel muligheten til å utsette et prosjekt, til å utvide et prosjekt eller til å avhende eller relativt raskt skrinlegge et prosjekt.¹⁸ Verdien ved bruk av en slik metode vil være; Verdi = statisk verdi + verdien av særlig fleksibilitet. Her kan den statiske verdien være basert på en fundamental verdivurdering.¹⁹ Utfordringer ved verdivurdering av selskaper hvor realopsjoner kan utgjøre vesentlige deler av verdien er at man ved bruk av en fundamental verdivurdering kan få en undervurdering av verdien siden fleksibiliteten ikke blir hensyntatt. På den andre siden vil det være slik at man ved å ta med verdien av fleksibiliteten kan ende opp med at denne blir dobbeltregnet. Dette kan forekomme ved at opsjonen som vurderes blir lagt inn i forventningen til fremtidsregnskapet i den fundamentale verdivurderingen og samtidig tillegges verdien gjennom opsjonsprisingen.²⁰

¹⁷ Knivsflå, K. H. (2015)

¹⁸ Kaldestad, Y., Møller, B. (2011)

¹⁹ Knivsflå, K. H. (2015)

²⁰ Kaldestad, Y., Møller, B. (2011)

3.4 Komparative verdsettelsesmodeller

En komparativ verdivurdering baserer seg på å finne sammenlignbare selskaper eller eiendeler for så å sammenligne prisingen på det aktuelle selskapet eller eiendelene med disse. Innenfor denne teknikken er det hovedsakelig to metoder, multiplikatormodeller og substansverdimodeller.²¹

3.4.1 Multiplikatormodeller

Ved bruk av en multiplikatormodell finner man et verdiestimat ved å sammenligne med hva lignende selskaper omsettes for i markedet. For å få til dette må det innhentes omsetningspriser for sammenlignbare selskaper som så justeres for eventuelle forskjeller mellom objektet som verdsettes og dem det blir sammenlignet med.²² Man finner så et forholdstall på de sammenlignbare selskapene basert på tall i regnskapet, for eksempel pris/bok, pris/salg eller pris/EBITDA, som gir en multiplikator som igjen brukes på selskapet som vurderes.²³ En utfordring ved bruk av multiplikatormodeller er å finne sammenlignbare selskaper som er like nok til å gi et presist verdiestimat. Denne metoden har også en iboende risiko i seg ved at dersom selskapene som brukes som basis for multiplikatorene er feil verdsatte, vil denne feilen gå videre inn å gi feil i multiplene brukt på det aktuelle selskapet.²⁴ Dette kan være en ulempe når man ønsker å finne den reelle underliggende verdien av selskapet. En fordel ved metoden er imidlertid at den drar med seg stemningen i markedet og vil kunne gi en god pekepinn på selskapets markedsverdi. Metoden kan derfor benyttes som et supplement til den fundamentale metoden. Multiplikatormodeller passer ellers best ved verdivurdering av selskaper i en tidlig fase i livssyklusen hvor det er lite historisk informasjon og varierende lønnsomhet.

3.4.2 Substansverdimodeller

Ved bruk av en substansbasert modell, også kalt balansebasert modell, vurderes verdien i balansen med utgangspunkt i hva eiendelene kan selges for i markedet i dag, og trekker fra verdien på gjelden i selskapet. Dette forutsetter at det eksisterer et aktivt marked for eiendelene eller at det er mulig å innhente en verditakst. Denne modellen fokuserer på selskapets eiendeler og deres selvstendige verdi, og ikke på prosessene og aktiviteten i selskapet. Dette medfører at i driftsselskaper hvor verdiene ofte ligger i ansattes kompetanse, rutine og relasjoner med kunder og leverandører er det stor sannsynlighet for at verdien

²¹ Knivsflå, K. H. (2015)

²² Kaldestad, Y., Møller, B. (2011)

²³ Penman, S. H. (2013)

²⁴ Damodaran, A. (2012)

undervurderes.²⁵ Denne metoden passer best for bransjer hvor eiendelenes annenhåndsverdi lett identifiseres slik som shipping og eiendom, eller for selskaper som skal avvikles.

3.5 Valg av verdsettelsesteknikk

Valg av verdsettelsesteknikk avhenger som nevnt blant annet av selskapet, bransjen og fase i livssyklusen. Andre faktorer som må hensyntas er tilgang på informasjon, tid til disposisjon og hvilket krav til pålitelighet på verdierestimatet som kreves. I tillegg må det gjøres en vurdering mellom kostnad og nytte. Vi gjør denne verddivurderingen som en masteroppgave som utgjør 30 studiepoeng og har omtrent 5 måneder til disposisjon. Målsetningen er å produsere et best mulig verdierestimat på Orklas underliggende verdi, og dermed mener vi at tid til disposisjon ikke bør ha avgjørende vekt på hvilken metode som velges. Vi vil derfor velge å benytte den metoden som anses som den beste for dette formålet. Den mest hensiktsmessige løsningen vil ofte være å bruke flere av metodene for å komme frem til det beste verdierestimatet. En kombinasjon av fundamentale og komparative metoder vil normalt gi det mest pålitelige estimatet, og man bør således prøve å kombinere varianter av disse metodene.²⁶

Orkla har siden 2011 hatt fokus på å rendyrke merkevarevirksomheten og opererer i en moden bransje, med relativt få men store konkurrenter. Orkla har levert stabile og gode resultater fra drift de siste årene og sannsynligheten for fortsatt drift anses som høy. Som en følge av dette, sammen med utfordringer med å finne pålitelige salgsverdier på de immaterielle eiendelene knyttet til Orklas merkevarer gjør at en substansbasert verddivurdering ikke vurderes som aktuelt. Selskapet er notert på børs, slik at det vil foreligge en del informasjon offentlig tilgjengelig i form av kvartal- og årsrapporter, presentasjoner av selskapet og medieomtale. Disse forholdene taler for en fundamental verdsettelsesteknikk. Videre er også de største konkurrentene notert på børs, slik at den fundamentale verdsettelsen kan suppleres med en komparativ analyse for å vurdere resultatet av den fundamentale vurderingen. Opsjonsbasert verddivurdering er en utvidelse av den fundamentale verddivurderingen og vil dermed ikke kunne være hovedteknikken. Det kan tenkes at Orkla besitter noen realopsjoner, men for å unngå risikoen for dobbeltregning anses det for mer hensiktsmessig at disse hensyntas ved og inkluderes i fremtidsregnskapet gjennom en eventuell endring i budsjett drivere. Etter en totalvurdering velger vi å benytte oss av en fundamental verddivurdering i vår analyse av Orkla. Denne metoden anses som den mest grundige med det største potensialet for et presist

²⁵ Kaldestad, Y., Møller, B. (2011)

²⁶ Kaldestad, Y., Møller, B. (2011)

verdiestimat for et modent selskap i en moden bransje. Den fundamentale verdivurderingen vil så suppleres med en komparativ vurdering ved multiplikatormodeller for å vurdere rimeligheten av den estimerte verdien. Delene i en fundamental verdivurdering kan oppsummeres gjennom følgende prosess.



Figur 3-1: Prosessen for fundamental verdsettelse²⁷

²⁷ Penman, S. H. (2013)

4 Strategisk analyse

4.1 Innledning

Den strategiske analysen vil være en kvalitativ analyse av selskapets underliggende økonomiske forhold. Formålet med analysen er å vurdere selskapets strategiske posisjon. En strategisk posisjon kan defineres som en allokering av ressurser i en virksomhet som innenfor bransjen gir en evne til å generere en strategisk fordel og dermed en rentabilitet utover kravet.²⁸

Selskapets finansregnskap vil være en kilde til informasjon om selskapets strategiske posisjon, og vil kunne brukes til å vurdere om selskapet har en strategisk fordel. En utfordring vil være at offentlige regnskapstall kan inneholde målefeil som viser at selskapet har en strategisk fordel, uten at selskapet faktisk har det. En strategisk analyse kan dermed gi innsikt en regnskapsanalyse alene ikke kan.

En strategisk fordel kan deles opp i en ekstern bransjeorientert og en intern ressursbasert strategisk fordel. En ekstern bransjeorientert fordel vil si at bransjen har en rentabilitet større enn kravet, mens en intern ressursbasert fordel vil at selskapet har en rentabilitet større enn bransjen.²⁹

De aller fleste selskap som driver for økonomisk vinning har som målsetning å generere størst mulig avkastning for sine eiere. Et selskap vil dermed etterstrebe å generere størst mulig egenkapitalrentabilitet. I den strategiske analysen analyseres faktorer som kan bidra til at Orkla har en strategisk fordel, eventuelt ingen eller en negativ strategisk posisjon. Analysen vil deles opp i en intern ressursbasert analyse og en ekstern bransjeorientert analyse. Den strategiske analysen vil være sentral i forhold til å forstå selskapets historiske resultater, samt i vurderingen hvorvidt den strategiske posisjonen er forventet å vedvare og utvikle seg i fremtiden.

4.2 Strategisk rammeverk

En viktig del av den strategiske analysen er å forstå virksomheten. Dette inkluderer blant annet hvilke produkter selskapet tilbyr, hva som er verdidriverne, hvilket marked man er i, hvem er kundene og hvem er konkurrentene. Dette er delvis presentert som en del av selskaps- og bransjepresentasjonen i kapittel 2. Det er også viktig å forstå bransjen, blant

²⁸ Knivsfå, K.H. (2015)

²⁹ Knivsfå, K.H. (2015)

annet hva som bestemmer vekst og lønnsomhet i bransjen, hvordan bransjen er i dag samt hvordan den forventes å utvikle seg i fremtiden.³⁰

I den interne analysen vil vi benytte en VRIO-analyse for å vurdere Orklas interne ressurser og deres påvirkning for Orklas posisjon.

I den eksterne analysen benyttes en PESTEL-analyse for å analysere omgivelsene Orkla opererer innen, samt Porters Five Forces-modellen for å vurdere eventuelle trusler som kan true selskapets evne til å opprettholde eller skape konkurransefortrinn og strategiske fordeler.

Avslutningsvis vil vi oppsummere den interne og den eksterne analysen til interne styrker og svakheter samt eksterne muligheter og trusler i en SWOT-analyse.

Den strategiske analysen vil fokusere på Orklas kjernevirksomhet som er merkevarer. Dette medfører at selskapets tilknyttede virksomheter holdes utenfor. Disse vil bli kort omtalt til slutt i kapitlet.

4.3 Intern analyse

Den interne analysen fokuserer på styrker og svakheter i Orklas ressurser. Med ressurs menes her innsatsfaktorer i selskapet som er med på å bidra til verdiskapning. Ved å se på verdikjeden i et selskap kan man generelt si at et selskaps ressurser vil være alle eiendeler, funksjoner, egenskaper, kompetanse, organisatoriske prosesser, informasjon og kunnskap som er kontrollert av selskapet. Disse kan igjen deles inn i fire kategorier: finansielle ressurser, fysiske ressurser, humankapital og organisatorisk kapital.³¹ I tillegg har Orkla vesentlige immaterielle verdier, som ikke direkte inngår i noen av de nevnte kategoriene. Disse drøftes derfor som en egen kategori. Ressursene i seg selv vil ikke nødvendigvis hver for seg gi noen økt verdiskapning, men dette oppstår når flere av disse fungerer samlet og brukes til å produsere produkter som gir verdi for kundene. Hensikten med analysen er å avdekke om selskapet har ressurser som gir selskapet fordeler eller ulemper i forhold til bransjen, og på den måten kunne forklare om eller hvorfor de har en rentabilitet som avviker fra resten av bransjen. Det vil si en vurdering av særegne interne ressurser som Orkla har og som skiller de fra sammenlignbare selskaper. En slik ressursfordel kan økes om selskapet har sterke sider internt, og reduseres om selskapet har svake sider internt.³²

³⁰ Kaldestad, Y., Møller, B. (2011)

³¹ Barney, J. (2014)

³² Knivsflå, K.H., (2015)

4.3.1 VRIO-analyse

En VRIO-analyse er en metode for å vurdere selskapets ressurser på for å finne ut om ressursen gir selskapet en konkurransemessig ulempe, paritet, midlertidig fordel eller varig fordel. Et varig konkurransefortrinn i denne modellen er en verdifull ressurs som få eller ingen av konkurrentene innehar og som er vanskelig å kopiere og samtidig kan nyttiggjøres av selskapet. De fire elementene i VRIO-rammeverket er om ressursen er:³³

Verdifull (Value - V) – Er ressursen verdifull for virksomheten og gjør at selskapet kan respondere på muligheter og trusler.

Spesiell (Rarity - R) – Er det få eller ingen av konkurrentene som har den samme ressursen.

Ikke-imiterbar (Inimitability I) – Er ressursen slik at konkurrenter ikke enkelt eller billig kan kopiere den eller erstatte den med et substitutt.

Organisatorisk støtte (Organizational support - O) – Er selskapet hensiktsmessig organisert til å utnytte ressursen.

Oppsummert vil ressursens konkurransemessige verdi i VRIO-rammeverket fremstilles som i denne tabellen:

Type ressurs	Verdifull (V)	Spesiell (R)	Ikke-imiterbar (I)	Organisatorisk støtte (O)	Konkurransemessig verdi
A	Nei	-	-	Nei	Ulempe
B	Ja	Nei	-	↑ ↓	Paritet
C	Ja	Ja	Nei		Midlertidig fordel
D	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fordel

Figur 4-1: VRIO-rammeverket³⁴

Ser man på ressurs A, vil dette kunne være en konkurransemessig ulempe. Et eksempel på en slik ressurs kan være eldre produksjonsutstyr som medfører at selskapet kan ha høyere produksjonskostnader enn bransjen. Videre vil en ressurs som B gi selskapet en konkurransemessig paritet da den er verdifull, men ikke noen fordel fordi den ikke regnes som spesiell da andre konkurrenter også har denne ressursen. Dersom fordelene ikke innehas av andre konkurrenter eller få av dem, men er av en slik karakter at den relativt enkelt eller uten store kostnader kan kopieres eller finnes et substitutt for, vil den kunne gi en midlertidig fordel slik som C. Kan det videre svares ja på at ressursen er ikke-imiterbar vil den lande i kategori D og kunne gi en varig fordel. Den organisatoriske støtten kan det sjelden svares klart ja eller nei på, da denne har en mer glidende overgang fra det ene ytterpunktet til det

³³ Barney, J. (2014)

³⁴ Barney, J. (2014)

andre. For å kunne gjennomføre en god vurdering av ressursene basert på denne modellen kreves det at man har god kunnskap om både selskapets og konkurrentenes interne forhold. Fra utsiden er dette informasjon det vil være utfordrende å få tak i, og det vil i denne vurderingen benyttes offentlig tilgjengelig informasjon. Dette kan virke begrensende på analysen. Nedenfor følger en vurdering av selskapets ressurser basert på VRIO-rammeverket.

4.3.1.1 Finansielle ressurser

Finansielle ressurser omfatter alle pengerressursene i selskapet. Disse kan brukes til å innføre og implementere strategier samt utnytte andre ressursers potensiale. Både innskudd fra aksjeeiere, obligasjonseiere, entreprenører og banker samt opptjent egenkapital inngår.³⁵ Orkla sier selv i sin rapport for 4. kvartal 2014 at de har en robust finansiell stilling med likviditetsreserver og kredittlinjer til å kunne dekke kjente kapitalutlegg i 2015. Selskapet har de siste årene hatt positiv arbeidskapital, levert stabile driftsresultater og betalt ut utbytte til aksjonærene. Selv om selskapet har gjennomført omstruktureringer og oppkjøp/nedsalg har de klart å holde en god likviditet. Den finansielle stillingen til Orkla vurderes som god, men kan ikke ses på som vesentlig bedre enn bransjen. En god finansiell stilling gir likevel selskapet et handlingsrom for å kunne utføre og implementere strategien om å bli et rendyrket merkevarerelskap, og må ikke undervurderes.

4.3.1.2 Fysisk kapital

Et selskaps fysiske eiendeler består av for eksempel fysisk teknologi, bygninger, råmateriale og maskiner. Orklas varige driftsmidler er i det vesentligste knyttet til tomter, bygninger, maskiner og anlegg. Dette er eiendeler som er nødvendige for driften i Orkla. Det at de eier store deler av de varige driftsmidlene i stedet for å leie disse kan sees på som en styrke. Likevel er det ingenting som indikerer at denne typen ressurs er særegen for Orkla i bransjen, selv om den kan være kapitalkrevende å imitere. For maskiner og anlegg vil utnyttelse av kapasiteten og effektivitet være avgjørende for verdiskapningen. Orkla har de siste årene kjøpt opp merkevarerelskaper og har gjennomført omstruktureringer. For at et oppkjøp skal øke verdien på selskapet må det enten skje ved at kjøper betaler mindre for selskapet enn nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene, eller at de klarer å utnytte kjøperspesifikke synergier som følge av oppkjøpet på en god måte. Det regnes som sannsynlig at Orkla vil kunne oppnå en viss grad av kjøperspesifikke synergieffekter når de oppkjøpte selskapene er fullintegrerte i Orkla-systemet. På sikt kan dette føre til økt kapasitetsutnyttelse og kostnadsbesparelser.

³⁵ Barney, J. (2014)

Varelageret og varekostnad er i stor grad avhengige av råvarepriser og valutakurs. Selskapet styrer prisisikoen mot innkjøps- og salgskontrakter. Der hvor det foreligger kontrakter vil valutarisiko sikres med valutaterminkontrakter mot det enkelte selskaps funksjonelle valuta.³⁶ Orklas diversifiserte produktportefølje innenfor BCG-segmentet reduserer risikoen for industrispesifikk volatilitet og virker konjunkturavdempende. Samtidig gjør bredden i konsernets virksomhet at eksponeringen mot enkeltfaktorer reduseres. Dette er en fordel for Orkla, men dette vil også gjelde de andre globale aktørene i merkevarebransjen.

Oppsummert anses den fysiske kapitalen å være verdifull, men ikke spesiell. Kapasitetsutnyttelsen og effektiviteten av den fysiske kapitalen vil bli videre analysert i regnskapsanalysen.

4.3.1.3 Immaterielle eiendeler

Immaterielle eiendeler er ikke-monetære eiendeler uten fysisk substans. Dette kan for eksempel være merkevarekapital og merverdier ved oppkjøp som ikke direkte kan tillegges spesifikke eiendeler. Grunnet begrensninger i regnskapsreglene kan egenutviklede immaterielle eiendeler i all hovedsak ikke balanseføres, men må kostnadsføres direkte. Dette gjelder blant annet merkevarekapital, som kan sees på som egenutviklet goodwill og forskning på nye produkter. Dette kommer vi ytterligere tilbake til i kapittel 5. Kjøpte immaterielle eiendeler skal imidlertid balanseføres. For eksempel skal kjøpt goodwill oppstått gjennom en oppkjøpssituasjon hvor kjøper betaler mer for et selskap enn den identifiserte verdien av de samlede eiendelene balanseføres. Goodwill vil da være en residualpost mellom vederlaget og stand-alone verdien på virksomheten.³⁷ De vesentligste delene av Orklas immaterielle eiendeler er goodwill (74 %) og varemerker, ikke amortiserbare (24 %). Orklas immaterielle eiendeler er derfor enten oppstått gjennom oppkjøp, eller som følge av balanseføring av egen utvikling ved produktutvikling.

Oppkjøpet av Rieber & Søn innebar en økning i immaterielle eiendeler på 4,9 milliarder NOK, herav goodwill på 3,7 milliarder NOK og varemerker til verdi 1,2 milliarder NOK. Verdien av varemerker vil være dynamisk, og Orkla oppgir at de anser nye produkter som lanseres under det gitte varemerket for å være med på å opprettholde merkets verdi.³⁸ Orkla har en diversifisert portefølje av merkevarer innenfor produktgrupper som selges via vanlige butikker. Det er i all hovedsak de forskjellige merkevarene, og ikke Orkla, som har verdi for

³⁶ Orkla, Årsrapport 2013

³⁷ Kaldestad, Y., Møller, B. (2011)

³⁸ Orkla, Årsrapport 2013

kundene og representerer produkter med god kvalitet og tillit fra forbrukerne. I de nordiske landene er flere av merkevarene til Orkla markedsledende og blant de mest foretrukne varene innenfor hver varegruppe. Orkla som merkevarereselskap har også størst omsetning i Norden, jf. figuren nedenfor. Figuren baserer seg riktignok på 2011-tall, men vil likevel gi et bilde på de ulike aktørenes størrelse.

Estimated revenues in the Nordics¹



Figur 4-2: BCG selskaper i Norden basert på 2011 tall³⁹

Orklas immaterielle eiendeler knytter seg i stor grad til verdien av merkevarene, enten direkte som bokført verdi av varemerker eller som goodwill ved oppkjøp av merkevarereselskaper. Verdien av de immaterielle eiendelene vil derfor være avhengig av merkevarenes utvikling. Markedet Orkla opererer innen anses modent slik at vekst ut over inflasjon i hovedsak vil oppstå ved befolkningsvekst eller ved økte markedsandeler. Befolkningsvekst vil bli omtalt i den eksterne analysen. For å oppnå økte markedsandeler i nåværende markeder må Orkla klare å ta andeler fra konkurrentene. Dette kan oppnås gjennom markedspenetrering eller produktutvikling og innovasjon.⁴⁰ Orkla uttaler at de har to hovedkilder til vekst gjennom innovasjon. Dette er gjennom nye produkter i nye eller tilstøtende kategorier, og i kategorier hvor Orkla allerede har sterk posisjon, enten som nye produkter eller forbedringer i eksisterende produktmiks.⁴¹ Samtidig kan det være slik at produktmiksen til Orkla samlet sett er moden, slik at vekst i nye produkter ikke nødvendigvis vil gi en samlet vekst da eldre produkter fases ut og erstattes av de nye.

³⁹ Orkla, *The Nordic Consumer Goods Champion, Investor presentation June 2014*

⁴⁰ Kotler, P. (2004)

⁴¹ Orkla, Årsrapport 2013

Vekst gjennom markedspenetrasjon kan defineres som å øke markedsandelen for eksisterende produkter i eksisterende markeder.⁴² Dette gjøres ved å gjennomføre kombinasjoner av markedsføring, pris- og salgsstrategier. Derimot er det et viktig poeng at bransjeselskapene også har muligheter til å vokse gjennom en markedsutviklingsstrategi hvor dagens produkter selges i nye markeder i andre deler av verden. Til motsetning opererer Orkla i et geografisk kjerneområde hvor befolkningen vokser lite og markedspenetreringen allerede er høy. Sett sammen med en relativt moden produktmiks kan dette medføre at Orklas vekstmuligheter er lavere enn bransjens.

De siste årene har handelens egne varer jevnt tatt markedsandeler og forskjellen mellom disse og merkevarene blir ofte presentert som forskjell i kvalitet. Med kvalitet her menes at produktet svarer til forventningene forbrukeren har ved kjøpet, for eksempel ved at produktet har det utseendet og smaken som både forventes og som forbrukeren kanskje har lært seg å foretrekke over tid. Samtidig som forbrukeren har en type sikkerhet for hvor produktet kommer fra og hva det inneholder. Uavhengig av om handelens egne varer kan smake bedre til en billigere pris, anses den følte tryggheten for at merkevarene innehar de gitte spesifikasjonene at betalingsvilligheten for merkevarene anses å være høyere enn for handelens egne varer. Likevel vil handelens egne varer være mulige substitutter for merkevarene og vil kunne fortsette å ta markedsandeler, hvilket kan medføre lavere marginer for de etablerte merkevarene. Orklas merkevarer konkurrerer som nevnt også med varer fra de sammenlignbare selskapene. Imidlertid anses det sannsynlig at kundene ofte vil holde seg til sine foretrukne merkevarer om andre faktorer som pris holdes like. Endrede kjøpevaner vil riktignok kunne forekomme dersom det blir prisforskjeller eller dersom produkter får negativ medieomtale. Det er store verdier i de etablerte merkevarene og Orkla har gjort gode oppkjøp av merkevarer i Norden. Selv om det er relativt enkelt å lage lignende produkter som kan konkurrere med merkevarene vil selve verdien på merkevaren være vanskelig å imitere på kort sikt.

4.3.1.4 Humankapital/kompetanse

Dette er verdien av selskapets ansatte og ledelse, og hvordan selskapet lærer opp de ansatte, de ansattes erfaring, vurderingsevne og relasjoner.⁴³ Fra utsiden kan vi si at Orkla er et veletablert selskap som anses å ha kompetent ledelse. Selv mener de at høy kompetanse og synergier på tvers av kategorier er blant Orklas viktigste konkurransefortrinn. Selskapet har

⁴² Kotler, P. (2004)

⁴³ Barney, J. (2014)

fokus på kompetanse gjennom kompetanseprogrammet «Orkla Academy», og det utvikles også en arena for å bygge og dele kompetanse på tvers av Orkla systemet.⁴⁴ Den sammenlignbare bransjen er sammensatt av store globale aktører i merkevarebransjen, og alle disse har også lignende programmer for å tiltrekke seg og videreutvikle god kompetanse. Denne delen av Orklas humankapital vil kunne være verdifull, men sannsynligvis ikke en spesiell ressurs.

Videre er hovedmarkedet til Orkla de nordiske landene, med store deler av både produksjon og salg plassert lokalt. For produksjon som ikke er automatisert vil land som de nordiske med høye lønnskostnader i konkurranse med tilsvarende produksjon i land med lavere kostnader kunne ha svakere marginer. Dette kan være en ulempe for Orkla. Her vil imidlertid importvernet kunne bidra til å utjevne dette i Norden. Det er dermed ikke gitt at Orkla har svakere marginer i Norden enn bransjen. Grunnet begrenset segmentrapportering i bransjen vil det ved en sammenligning mellom en nordisk aktør og globale aktører likevel kunne fremstå slik at bransjen har bedre marginer. Importvernet vil bli nærmere omtalt i den eksterne analysen.

4.3.1.5 Organisatorisk kapital

I motsetning til humankapital som er enkelte individer er organisatorisk kapital en egenskap til samlingen av individer i organisasjonen. Herunder selskapets formelle rapporteringsstruktur, dets formelle og uformelle system for planlegging, kontrollering og koordinering.⁴⁵ Dette er områder vi som utenforstående vanskelig kan si mye om. Det forventes at Orkla har en god bedriftskultur, samtidig er det ingen indikasjoner på at den er spesielt bedre enn resten av bransjen. Inntrykket er at Orkla har gode relasjoner med leverandører og kunder, og gode prosesser for å følge disse opp. Selskapet har som uttalt mål å være handelens foretrukne leverandør innenfor deres kategorier⁴⁶, og deres størrelse innenfor det nordiske markedet og etablerte merkevarer gjør at handelen vanskelig kan komme utenom å benytte seg av Orklas produkter.

Det må også nevnes at Orkla har gjort oppkjøp globalt, hvor særlig satsingen i Russland ikke har vært en suksess. På disse investeringene har de måttet gjøre nedskrivninger. Utvidelser ut over Norden innebærer større risiko og det krever god kompetanse om merkevarebygging og lokale forskjeller i kulturer dersom man ikke kjøper opp merkevarer som allerede er godt

⁴⁴ Orkla, Årsrapport 2013

⁴⁵ Barney, J. (2014)

⁴⁶ Orkla, *Vekst for Orklas merkevarer*

integreerte i det aktuelle landet. Det tidligere forretningsområdet Orkla International som nå er integrert i Orkla Foods har historisk hatt meget svake marginer. Den internasjonale satsingen til Orkla fremstår som en svakhet. Strategien til Orkla er nå at fremtidig vekst og verdiskapning skal være basert på et nordisk fokus, og at organisk vekst skal være nøkkelen i den langsiktige verdidriveren.⁴⁷

4.3.1.6 Oppsummering intern ressursanalyse

Type ressurs	Verdifull (V)	Spesiell (R)	Ikke-imiterbar (I)	Organisatorisk støtte (O)	Konkurransemessig verdi
Finans	Ja	Nei	Nei	Antas ja	Paritet
Fysisk kapital	Ja	Nei	Nei	Antas ja	Paritet
Immaterielle	Ja	Ja	Delvis	Antas ja	Midlertidig fordel
Human	Ja (delvis nei)	Nei	Nei	Antas ja	Paritet (delvis ulempe)
Organisatorisk	Ja (delvis nei)	Nei	Nei	Antas ja	Paritet (delvis ulempe)

Figur 4-3: Oppsummering intern ressursanalyse

Oppsummert er selskapets største styrker den finansielle posisjonen de har, at merkevarene er godt diversifiserte og dermed konjunkturavdempende og at de har sterke og etablerte varemerker i Norden. Den største svakheten er at de ser ut til å mangle kompetansen for å lykkes mer globalt og har gjort dårlige investeringer der. I tillegg vil det faktum at produksjonen av varer i stor grad foregår i land med et kostnadsnivå som er høyere enn bransjens kunne være en ulempe.

4.4 Ekstern analyse

4.4.1 PESTEL-analyse

En PESTEL-analyse er et analyseverktøy som benyttes for å vurdere makroomgivelsene en virksomhet opererer innen. Formålet med denne analysen i et strategisk perspektiv er å avdekke hvordan viktige forhold i makroomgivelsene vil kunne endre virksomhetens posisjon, vekst og kurs i fremtiden. En PESTEL-analyse inneholder de forholdene i markedssystemet som antas å være de viktigste i dag og som forventes å bli viktige i fremtiden.⁴⁸

PESTEL er et akronym som står for de seks analyseperspektivene som vurderes i analysen.

P: Political (politisk)

E: Economical (økonomisk)

S: Sociocultural (sosiokulturelle)

⁴⁷ Orkla, *The Nordic Consumer Goods Champion, Investor presentation June 2014*

⁴⁸ Kunnskapssenteret, *PESTEL – analyse*

T: Technological (teknologiske)

E: Environmental (samfunns- og miljømessige)

L: Legal (lovmessige)

4.4.1.1 Politiske forhold

Under politiske forhold er blant annet følgende faktorer av betydning: Politisk stabilitet, skattepolitikk, handelsreguleringer og sosiale velferdsgoder. Disse faktorene er med på å avgjøre i hvilket omfang regjering og myndighetene eventuelt vil kunne påvirke økonomien og forholdene i bransjen.⁴⁹

Orkla opererer hovedsakelig i Norge og Norden, samt i Baltikum og kun i mindre grad utenfor disse landene. The World Bank Group produserer årlig en rapport over styringsindikatorer for 215 land. I denne rapporten rangeres landene etter blant annet indikatorer som politisk stabilitet, regjeringens effektivitet og kvaliteten på dens tjenester, kvaliteten på reguleringer, rettssikkerhet og korrupsjonsnivå. I alle disse kategoriene scorer Norge og de nordiske landene meget høyt og anses dermed blant de landene i verden med høyest politisk sikkerhet og rettssikkerhet og lavest korrupsjonsnivå. De nordiske landene ligger i nesten alle kategorier blant de beste landene i verden. På en skala fra 0 til 100, hvor 0 er dårligst og 100 er best, scorer de nordiske landene i gjennomsnitt for alle kategorier 97,2. Landene i Baltikum hvor Orkla også er vesentlig involvert scorer noe lavere med en gjennomsnittlig score på 75,2.⁵⁰ Orkla opererer dermed innen land med en høy grad av politisk stabilitet, hvilket gir gode rammeforhold for å drive virksomhet i dag og i fremtiden.

Skattenivået i de nordiske landene varierer mellom landene. Norge har en bedriftsskattesats på 27 %, Sverige på 22 %, Finland på 20 % og Danmark på 24,5 %. De baltiske landene har bedriftsskattesatser på henholdsvis 21 % i Estland, 15 % i Latvia og 15 % i Litauen.⁵¹ Disse skattesatsene må anses lave sammenlignet med andre store industriland som USA med 40 %, Tyskland med 29,58 %, Frankrike med 33,33 % og Italia med 31,4 %. På den annen side er skattesatsene høye i forhold til lavskattelend som Irland og Kypros som begge har 12,5 %. Grunnet den internasjonale skattekonkurransen knyttet til skatt på bedriftenes overskudd har Scheel-utvalget i Norge hatt som mandat fra Regjeringen å utrede selskapsskatten i Norge. Bakgrunnen for denne utredningen var blant annet den lavere skattesatsen i de andre nordiske landene, og at man ønsker å unngå tilpasninger på tvers av landegrensene som ville uthule det

⁴⁹ Kunnskapssenteret, *PESTEL – analyse*

⁵⁰ The World Bank Group, *The Worldwide Governance Indicators (WGI) project*

⁵¹ KPMG, *Corporate and Indirect Tax Rate Survey 2014*

norske skattefundamentet. Scheel-utvalget har foreslått en reduksjon i den norske selskapsskatten til 20 %, men foreløpig er det ikke vedtatt endringer.⁵² Det er imidlertid sannsynlig at det vil komme en reduksjon i den norske selskapsskatten i en nær fremtid, og dermed gjøre det mer gunstig for norske selskap i den internasjonale konkurransen.

Den nordiske velferdsmodellen er et politisk forhold som bidrar til gunstige forhold for næringsmiddelbedrifter som opererer i Norden. Denne modellen er preget av små inntektsforskjeller, høy sysselsetting og gode velferdsordninger ved sykdom og arbeidsledighet.⁵³ Dette bidrar til at den nordiske befolkningen vil kunne opprettholde sin kjøpekraft gjennom turbulente økonomiske tider, og dermed tenkes å begrense en eventuell salgsnedgang og flukt til lavprisvarer fra forbrukerne i økonomiske nedgangstider. Den nordiske velferdsmodellen er imidlertid under stadig økt press grunnet økt mobilitet av mennesker mellom EU-landene, og vil ikke nødvendigvis kunne opprettholdes på samme nivå i fremtiden.

Et annet forhold som har stor betydning for Orkla er norsk landbrukspolitik. Norsk landbrukspolitik bygger på fire pilarer hvor jordbruksavtalen og tollvernet er de mest sentrale. Jordbruksavtalen fungerer ved at staten og bøndenes organisasjoner møtes hver vår for å komme frem til hvilke budsjettmidler landbruket skal få det kommende året. På den annen side skal tollvernet forhindre at viktige norske landbruksvarer ikke blir utkonkurrert av billig importert mat. Toll benyttes dermed som et virkemiddel for å utjevne forskjeller i kostnader mellom matproduksjon i Norge og i utlandet.⁵⁴ Dette bidrar på den ene siden til at mat er dyrt i Norge i forhold til i utlandet. På den andre siden bidrar det til at utenlandske konkurrenter ikke kan utnytte skalafordeler ved produksjonen i utlandet, importere produktene rimelig inn til Norge for å så selge de til en høy pris her. Endringer i handelsrestriksjoner, tollsatser og hvilke varer som er tollpliktige vil dermed kunne øke konkurransen fra utlandet betraktelig. Orkla opplyser i sin årsberetning for 2013 at innkjøpene i stor grad skjer lokalt i landene der virksomheten er lokalisert. Endringer i den norske landbrukspolitikken vil derfor også kunne medføre muligheter for økt lønnsomhet ved utenlandsk produksjon for Orkla. Det er også sentralt å fremheve at i globaliseringen og liberaliseringen av verdens markeder blir også matproduksjon satt under sterkt frihandelspress

⁵² Store Norske Leksikon, *Scheel-utvalget*

⁵³ NUPI, *Den nordiske modellen – en vei ut av uføret?*

⁵⁴ Norsk Landbrukssamvirke, *Den norske landbruksmodellen*

fra blant annet WTO- og EØS-regelverkene.⁵⁵ Dette kan medføre at Norge i fremtiden ikke vil kunne opprettholde handels- og tollbarrierene i landbruket og matproduksjonen.

4.4.1.2 Økonomiske forhold

Det er mange faktorer som kan analyseres under økonomiske forhold. De mest sentrale i Orklas omgivelser som vil bli analysert her er forventet økonomisk utvikling, inntektsnivå og arbeidsledighet, rentenivå og valutakursendringer.

BNP per innbygger brukes gjerne som et mål på velstandsnivået i et land. BNP per innbygger i Norge er høyt og lå 86 % over gjennomsnittet i de 28 EU-landene i 2013. De øvrige nordiske landene, spesielt Sverige og Danmark, ligger også høyt oppe på listen og er godt over gjennomsnittet for EU-landene. I 2013 utmerket også de baltiske landene Estland, Latvia og Litauen seg med en positiv utvikling.⁵⁶ Dette tyder på at markedet som Orkla hovedsakelig opererer innen er preget av et høyt velstandsnivå. Når de baltiske landene opplever en positiv utvikling bidrar dette til økte muligheter også i dette markedet. Norge toppe også listen over personlig konsum per innbygger sammen med Luxembourg. De øvrige nordiske landene ligger høyt oppe også her, men ligger noe nærmere gjennomsnittet blant EU-landene.

Det forventes imidlertid svakere vekst i BNP i Norge de kommende årene. SSB legger til grunn en betraktelig lavere vekst i BNP i 2015 enn i 2014 og tidligere år. Det forventes fall i oljeinvesteringene, lavere konsumvekst og mindre ekspansiv finanspolitikk hvilket samlet vil gi en årsvekst i BNP for Fastlands-Norge på 1 %.⁵⁷ SSB forventer også en lavere reallønnsvekst og svakere arbeidsmarked i årene fremover. Dette vil normalt medføre lavere konsum fra forbrukerne, og vil kunne medføre økt press på priser i næringsmiddelindustrien og en flukt til billigere merker.

Orklas rentebærende gjeld består hovedsakelig av obligasjonslån, samt noe banklån. Deler av porteføljen har fast rente og deler har flytende rente ved Nibor pluss et påslag. Orkla-konsernet har som målsetting at rentekostnadene skal følge den generelle utviklingen i pengemarkedet. Rentenivået i Norge har de siste årene ligget godt over nivået i både Sverige, Danmark, Euro-sonen og USA, men har vært sterkt fallende gjennom 2014. I henhold til

⁵⁵ Norsk Landbrukssamvirke, *Handelspolitikk*

⁵⁶ SSB, *BNP per innbygger, prisnivåjustert, 2011-2013*

⁵⁷ SSB, *Økonomiske analyser 6/2014*

Norges Banks rentebane er forventningen at de lave rentene vil vedvare i flere år fremover.⁵⁸ Dette vil kunne medføre rimeligere finansiering og lavere rentekostnader for selskapet.

Den norske kronen svekket seg vesentlig mot større valutaer som amerikanske dollar og euro i siste del av 2014. Denne effekten fortsatte i begynnelsen av 2015. Valutaeffektene berørte spesielt de norske og de svenske selskapene, grunnet en svekket norsk og svensk krone mot sentrale innkjøpsvalutaer.⁵⁹ Den fremtidige utviklingen i valutakursene er høyst usikker. En fortsatt svak krone vil medføre økte innkjøpskostnader for selskapet. Selskapet har varslet at dette kan lede til økte utsalgspriser på importerte produkter.⁶⁰ På den annen side vil en svekket kronkurs også kunne gi positive effekter knyttet til salgsinntekter fra utlandet. Dette vil da i hovedsak gjelde land med valutaer som har styrket seg i forhold til den norske og i mindre grad valuta som for eksempel den svenske kronen. Denne har med unntak av en kort periode mot slutten av 2014 hatt en tilsvarende utvikling som den norske kronen mot valutaer som euro og dollar. Videre vil selskapets gjeld også bevege seg i takt med valutakursendringene da konsernets gjeld er valutafordelt i forhold til konsernets netto investeringer i utlandet.⁶¹

4.4.1.3 Sosiokulturelle forhold

De faktorene som anses å være de mest sentrale faktorene knyttet til sosiokulturelle forhold for Orkla er demografi, konsumpreferanser og trender i samfunnet.

Det første forholdet som nevnes er befolkningsvekst. Norge har de siste 7-8 årene opplevd en høy økning i befolkningsvekst i forhold til tidligere år. Fra 2007 har befolkningsveksten i landet vært på mellom 50 000 til 65 000 personer i året. Dette tallet utgjør en vekst på mellom 1 – 1,3 % årlig. Omtrent to tredeler av denne økningen har kommet som følge av nettoinnflytting, mens en tredel har kommet fra fødseloverskudd.⁶² Hvordan befolkningsveksten vil utvikle seg i Norden i fremtiden er usikkert. FN utga i 2013 en rapport over estimert utvikling i verdens befolkningsantall.⁶³ Basert på tallmaterialet i denne rapporten har vi beregnet gjennomsnittlig årlig endring for befolkningsantall i prosent. I perioden 2013 til 2025 er den forventede årlige befolkningsveksten på 0,9 % i Norge, 0,6 % totalt for de nordiske landene, og -0,4 % for landene i Baltikum.

⁵⁸ Norges Bank, *Styringsrenten*

⁵⁹ Orkla, 4 kvartalsrapport 2014

⁶⁰ Orkla, Årsrapport 2013

⁶¹ Orkla, Årsrapport 2013

⁶² SSB, *Folkemengde og befolkningsendringer, 4 kvartal 2014*

⁶³ United Nations, *World Populations Prospects – The 2012 Revision*

Den trenden som ventes å ha den største påvirkningen på næringsmiddelindustrien frem mot 2020 er helsetrenden.⁶⁴ Denne trenden bærer preg av sterkere krav og forventninger fra forbrukerne, både med tanke på tydelig merking av næringsinnhold, høye kvalitetskrav til råvarer, mindre tilsetningsstoffer, samt krav om redusert fett, sukker og saltinnhold.

Helsetrenden er sterk i dag, men forventes å tilta ytterligere i styrke i årene fremover. Det er imidlertid faktorer som tyder på at mindre sunne matvarealternativer og godterier fortsatt vil selge godt i fremtiden. I forbindelse med presentasjonen av 4. kvartalstallene for Orkla uttalte Peter Ruzicka: *"Folk sier en ting, og gjør noe annet. Det er en liten gruppe som spiser veldig sunt. Men de fleste lever som før, og har ikke endret kostholdsvanene sine i særlig grad"*⁶⁵

Fortsatt vekst i EMV markedet er et annet forhold som vil kunne påvirke bransjen. Frem mot år 2020 forventes det at aktørene i bransjen vil integrere flere av stegene i verdikjeden i egen drift, og dermed bidra til at dette markedet vil vokse i fremtiden.⁶⁶ Både store globale aktører og lokale produsenter er potensielle produsenter av disse produktene. Per i dag er dette markedet preget av lavprisprodukter i motsetning til merkevareprodusentenes mer kostbare produkter. I fremtiden antas det at dette fortsatt vil være segmentet hvor EMV er sterkest representert, men at markedet også vil tilby merkevarer i premiumsegmentet, slik for eksempel Jacobs Utvalgte gjør for NorgesGruppen i dag. Detaljhandlere vil ta større kontroll over hele verdikjeden og vil dermed i økt grad stå for produksjon, markedsføring og salg, mens produsentene av forbrukervarer forventes i større grad og kun stå for produksjon. Dette åpner for både muligheter og trusler for større merkevareaktører som markedsfører og selger produkter under eget navn. For et rendyrket merkevareselskap vil dette kunne medføre økt konkurranse, i motsetning til om man også var en underleverandør som leverte til dette markedet.

Tilgjengelighet og utsalgssteder er også en trend under forandring som regnes med å endre seg ytterligere i årene fremover. Fra Nordic Food Survey 2014 – EY fremkommer det at de fleste nordiske aktørene forventer endringer, men hvordan og i hvilken styrke varierer. På den ene siden har den elektroniske handelen i flere bransjer utviklet seg meget sterkt de senere årene, uten at det har vært en tilsvarende utvikling i næringsmiddelbransjen. Per i dag utgjør elektronisk handel kun 1 % av total omsetning og det er her muligheter for en sterk vekst. I hvilken form denne veksten vil komme er usikkert, da det ikke forventes at det vil være mulig

⁶⁴ EY, *Nordic Food Survey*

⁶⁵ Dagens Næringsliv, *Kos i Orkla*

⁶⁶ EY, *Nordic Food Survey*

å tilby samme konsept i både den fysiske og den elektroniske kanalen. Tilgjengelighet og bekvemmelighet for forbrukeren vil være sentralt. Levering av konseptløsninger med gode råvarer og oppskrifter hjem på døren har for eksempel opplevd en sterk vekst i Norge det siste året.⁶⁷

Utformingen av utsalgsstedene er også ventet å endre seg, blant annet med tanke på antall butikker, butikkenes størrelse og hva de forskjellige butikkene vil tilby av produkter. Forventningen for utviklingen frem mot 2020 er at man vil se mer ferske produkter i mindre lavprisbutikker, samt flere nisje- og spesialistforretninger.⁶⁸ Det vil være viktig for aktører i bransjen og være observante på utviklingen og tilpasse produkter og utformingen av disse med tanke på hva forbrukerne ønsker.

4.4.1.4 Teknologiske forhold

Næringsmiddelbransjen er som nesten alle andre bransjer i noe grad påvirket av den teknologiske utviklingen i samfunnet. Den teknologiske utviklingen anses imidlertid ikke å være den faktoren som påvirker bransjen mest. Hurtige forandringer i den teknologiske utviklingen anses dermed ikke å påvirke næringsmiddelindustrien på samme måte som for eksempel Telekom, IT- og farmasibransjen. Vi har nevnt utvikling i elektronisk handel som en viktig faktor for fremtiden under sosiokulturelle forhold. Dette skyldes at den nødvendige teknologien allerede anses å foreligge, men hvor det er forbrukernes preferanser til tilgjengelighet og bekvemmelighet som anses avgjørende for utviklingen.

4.4.1.5 Samfunns- og miljømessige forhold

Disse forholdene inkluderer alle de samfunns- og miljømessige faktorene som vil kunne påvirke et selskap. Faktorer som blant annet kommer inn under dette punktet er klima og vær, geografisk lokasjon og miljøkrav.⁶⁹ Verden står overfor omfattende utfordringer knyttet til miljø- og klimaendringer, og det er rimelig å anta at både forbrukere og myndigheter vil stille strengere krav knyttet til hvordan virksomheter drives for å begrense påvirkningen på miljøet. Økte krav til bedrifters samfunnsansvar trekkes frem som en av de fremste trendene i årene fremover. Trenden anses hovedsakelig å komme som en følge av krav fra forbrukerne ved at disse i økt grad vil velge bærekraftige produkter, og ikke fra en økt grad av lover og regler knyttet til området.⁷⁰ Som et eksempel på denne utviklingen kan det vises til Mondelez sin

⁶⁷ NRK, *Knallvekst for bedrifter som selger middag på døra*

⁶⁸ EY, *Nordic Food Survey*

⁶⁹ PestleAnalysis. *What is PESTLE Analysis?*

⁷⁰ EY, *Nordic Food Survey*

nylige markedsføringskampanje "Det nære". Denne ble i en stor grad kuppet av engasjerte miljøforkjempere som benyttet kampanjen til å ytre seg om selskapets bruk av palmeolje i produksjonen av sjokolade. Selv om selskapene hevder at bruken av palmeolje skjer på en bærekraftig måte, har forbrukernes påvirkning på dette området medført at flere og flere produsenter nå går helt vekk fra bruken av palmeolje. Økte krav fra forbrukere og eventuelt myndigheter knyttet til bærekraftig utvikling vil kunne medføre økte kostnader i bransjen, men vil også kunne bidra til konkurransefortrinn til aktører som tilpasser seg og oppleves som en bedrift som tar samfunnsansvar.

På en annen side vil klimaendringene også kunne påvirke selve mulighetene til matproduksjon. I nordlige land som Norge vil muligheten for matproduksjon kunne bli bedre, men på et globalt nivå anses konsekvensene av klimaendringer som negative for matproduksjonen. FNs klimapanel advarer for eksempel mot at de globale avlingene vil reduseres med mellom 0 og 2 prosent hvert tiår som følge av klimaendringer.⁷¹ For et selskap som Orkla der store deler av virksomheten er lokalisert i Norden og hvor en stor andel av innkjøpene skjer lokalt i det landet der virksomheten er lokalisert vil dette kunne skape muligheter. Samtidig vil økte råvarepriser globalt kunne føre til redusert inntjening i bransjen dersom ikke prisøkningen kan veltes over på forbrukerne.

4.4.1.6 Lovmessige forhold

Under lovmessige forhold vil faktorer knyttet til særlige lover og reguleringer som påvirker aktører i bransjen komme inn, for eksempel forbrukerlover, sikkerhetsregulering og arbeidsmiljølover.⁷² Som et av vurderingspunktene som ble vurdert i WGI Report 2013⁷³ som er nevnt under punkt 4.4.1.1 er oppfattelse av muligheten myndighetene har til å formulere og implementere hensiktsmessige lover og regler som fremmer utvikling i privat sektor. De nordiske landene scoret høyt også her med gjennomsnittlig 97,5 av 100 mulige poeng, mens de baltiske landene scoret i gjennomsnitt 85. De lovmessige forholdene i markedet Orkla opererer innen anses dermed å legge godt til rette for å drive virksomhet. Utover dette anses det ikke å foreligge noen særskilte lovmessige forhold som påvirker aktørene i bransjen.

4.4.2 Porters Five Forces

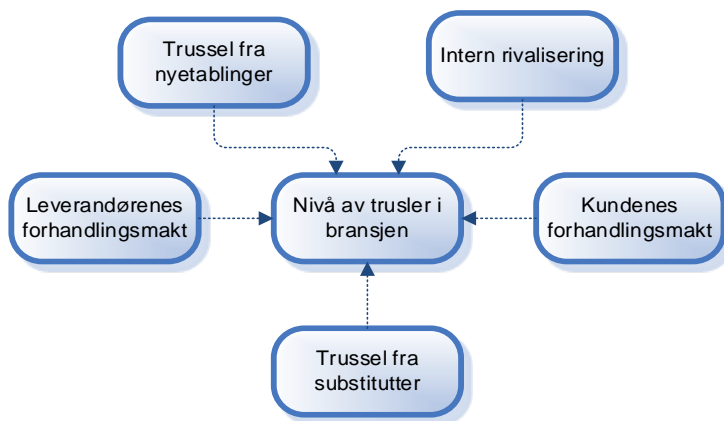
For en virksomhet som ønsker å oppnå en strategisk fordel er en trussel fra omgivelsene enhver kraft utenfor virksomheten som vil kunne redusere dennes ytelse. Trusler er krefter

⁷¹ Naturvernforbundet, *Klimaendringer og mat*

⁷² PestleAnalysis. *What is PESTLE Analysis?*

⁷³ The World Bank Group, *The Worldwide Governance Indicators (WGI) project*

som tenderer å øke konkurransen i bransjen og dermed reduserer virksomhetens ytelse til en bransjes paritet. Den mest kjente modellen for å vurdere trusler fra omgivelsene er utviklet av Michael Porter. Denne modellen er kjent som Porters Five Forces. I denne nevner Porter fem spesifikke attributter i bransjestrukturen som kan true en virksomhets evne til enten å opprettholde eller skape strategiske fordeler.⁷⁴ Disse fem kreftene oppsummeres i følgende modell.



Figur 4-4: Porters Five Forces

4.4.2.1 Trussel fra nyetableringer

Nyetableringer er virksomheter som enten nylig har startet opp i bransjen eller som truer med å starte opp i bransjen innen kort tid. Fra teorien vil nyetableringer være motivert til å etablere seg i bransjen når det er virksomheter i bransjen som oppnår en avkastning over kravet, det vil si innehar en strategisk fordel. Nyetableringer som ønsker en del av den høye profitten i bransjen vil etablere seg, øke konkurransen i bransjen, og dermed redusere den strategiske fordelten til de allerede etablerte virksomhetene. Uten vesentlige hindringer knyttet til nyetableringer vil disse fortsette frem til alle strategiske fordeler er konkurrert vekk. Trusselen fra nyetableringer vil bero på den tilknyttede kostnaden. Kostnad for nyetablering vil igjen bero på eksistensen av og hvor store hindringer det er knyttet til nyetablering.⁷⁵

Disse hindringene kommer i flere former, og kan blant annet være stordriftsfordeler, produktdifferensiering, kostnadsfortrinn uavhengig av størrelse, planlagt avskrekkelse og statlige reguleringer.⁷⁶

Stordriftsfordeler går ut på at virksomhetene i bransjen må oppnå et visst nivå av optimal produksjon for og ikke oppleve for høye produksjonskostnader og dermed ikke være

⁷⁴ Barney, J. (2014)

⁷⁵ Barney, J. (2014)

⁷⁶ Barney, J. (2014)

konkurransedyktige. Bransjen er preget av store aktører som har et omfattende utvalg av forskjellige varer og varegrupper. Det er rimelig å anta at disse selskapene oppnår stordriftsfordeler knyttet til både forskning og utvikling av nye produkter, produksjon og markedsføring av produktene. Nye aktører som ikke har det omfanget av produkter som de etablerte aktørene vil dermed med stor sannsynlighet oppleve et høyere kostnadsnivå enn disse.

Med produkt differensiering som etableringshinder menes at virksomhetene i bransjen har etablerte merkevarer og en kundelojalitet som potensielle nyetableringer ikke innehar. Nye virksomheter vil dermed måtte absorbere kostnadene knyttet til konkurransen med etablerte merkenavn med høy kundelojalitet.⁷⁷ Næringsmiddelbransjen er nettopp preget av sterke merkevarer som forbrukerne har god kjennskap og lojalitet til. En ny aktør antas dermed å måtte lansere noe kreativt og nyskapende som skiller seg ut eller konkurrerer på pris.

Absolutt kostnadsfortrinn uavhengig av størrelse kan komme av beskyttet teknologi, fagkunnskap, gunstig tilgang til råvarer eller geografisk lokasjon og gjennom en effektiv læringskurve.⁷⁸ De sterkeste faktorene i næringsmiddelbransjen anses å være fagkunnskap og en effektiv læringskurve. Det lanseres stadig nye merkevarer, hvorav noen forblir, men mange tas av markedet igjen etter kort tid. Etablerte selskaper i merkevarebransjen har mange års erfaring og kunnskap i produksjon og markedsføring av suksessfulle produkter. Kunnskap om hva forbrukerne ønsker i dag og hva de vil etterspørre i fremtiden vil være kunnskap som etablerte aktører antas å inneha i større grad enn nye virksomheter.

Statlige reguleringer kan hindre nyetableringer i en bransje. Det norske importvernet i matindustrien er blitt nevnt som en statlig regulering som gjør at aktører som Orkla unngår stor utenlandsk konkurranse i det norske markedet da dette begrenser utenlandske aktørers mulighet til å etablere seg.⁷⁹ Importvernet er imidlertid under press, og dersom dette forsvinner eller begrenses vil dette kunne føre til økt konkurranse i det norske markedet.

4.4.2.2 Intern rivalisering

En annen trussel som kan true et selskaps lønnsomhet er intern rivalisering. Intern rivalisering kan defineres som intensiteten i konkurransen blant selskapets direkte konkurrenter.⁸⁰ Høye nivåer av rivalisering kjennetegnes av hyppige prisreduksjoner fra selskaper i bransjen,

⁷⁷ Barney, J. (2014)

⁷⁸ Barney, J. (2014)

⁷⁹ NHH Paraplyen, *Nyttige idioter*

⁸⁰ Barney, J. (2014)

hyppig introduksjon av nye produkter, omfattende markedsføringskampanjer og hurtige konkurrerende handlinger og reaksjoner i bransjen. Kjennetegn ved en bransje hvor den interne rivaliseringen er stor er et høyt antall av konkurrerende virksomheter, konkurrerende virksomheter er omtrent like store og har den samme påvirkningen, lav vekst i bransjen, lite produkt differensiering og at produksjonskapasiteten må økes i store trinn av gangen.⁸¹

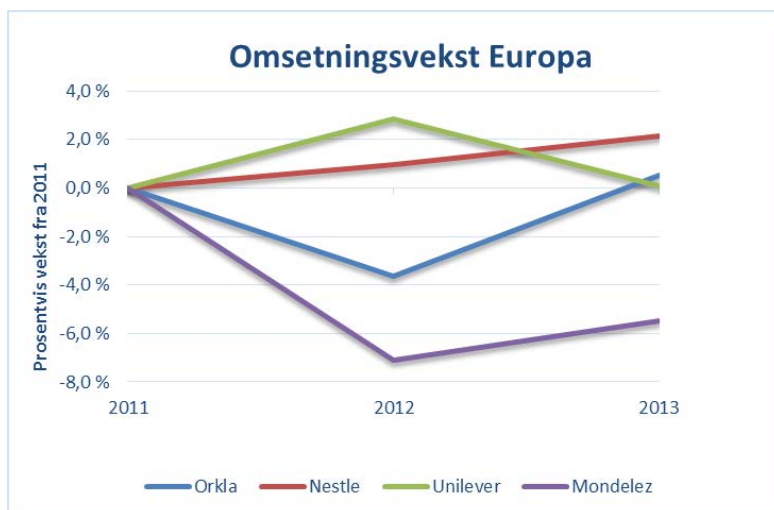
Det nordiske BCG markedet er preget av relativt få og store aktører. Orkla er klart det største selskapet i bransjen, etterfulgt av Arla, Nortura og Tine.⁸² De tre sistnevnte anses riktignok ikke å være i en direkte konkurransesituasjon med selskapene presentert i bransjen under kapittel 2, da disse hovedsakelig opererer innen det mer beskyttede melk, meieri og kjøttmarkedet. De sammenlignbare og konkurrerende selskapene Nestlé, Unilever, P&G og Mondelez har omtrent en tredjedel til en fjerdedel av Orklas omsetning i det nordiske markedet hver seg. I internasjonal sammenheng er imidlertid disse selskapene vesentlig større enn Orkla. Ser vi på det nordiske markedet er dette altså ikke preget av et stort antall aktører av omtrent lik størrelse. Markedet er likevel preget av hyppige introduksjoner av nye varer og omfattende markedsføringskampanjer. Det nordiske markedet er også preget av at EMV produkter har mindre markedsandeler enn i for eksempel øvrige Europa, spesielt i Norge. I Norge har disse produktene kun 13 % markedsandel i 2013 mot 33 % i Europa.⁸³ Økt vekst i dette markedet vil føre til et større antall aktører i markedet som forventes å ville føre til økt intern rivalisering og prispress i den nordiske bransjen.

Dersom veksten i bransjen er svak vil aktørene i bransjen måtte konkurrere seg imellom for å øke omsetningen, hvilket normalt vil føre til reduserte priser. Næringsmiddelbransjen er til en viss grad påvirket av den økonomiske utviklingen i samfunnet. Imidlertid så anses forbrukernes behov for matvarer og lignende relativt uelastisk overfor økonomisk utvikling i forhold til andre bransjer, da dette er behov forbrukerne vil ha uansett. Økte inntekter tenderer å redusere andelen inntekt brukt på slike varer. Mulighetene for vekst i denne bransjen anses dermed som begrenset.

⁸¹ Barney, J. (2014)

⁸² Orkla, *The Nordic Consumer Goods Champion, Investor presentation June 2014*

⁸³ Orkla, *The Nordic Consumer Goods Champion, Investor presentation June 2014*



Figur 4-5: Aktørenes omsetningsvekst i det europeiske markedet fra 2011, P&G er ikke inkludert grunnet manglende geografisk segmentrapportering. Orklas 2013-tall er justert for oppkjøp av Rieber & Søn (uorganisk vekst)

Figuren ovenfor viser svak vekst i det europeiske næringsmiddelmarkedet for Orkla og de andre store aktørene. Dette øker trusselen fra intern rivalisering. Muligheter for produkt differensiering i bransjen kan imidlertid bidra til at deler av konkurransen vil skje ved at aktørene forsøker å skille seg fra de andre uten å konkurrere på pris.

4.4.2.3 Kundenes forhandlingsmakt

For å kunne diskutere kundenes forhandlingsmakt må det i første omgang defineres hvem som er kundene – kjedene eller konsumentene. Det er konsumentene som til slutt ender opp med å forbruke Orkla sine produkter. Konsumentene kjøper imidlertid ikke produktene direkte fra Orkla men via dagligvarebutikkene og kjedene. Med bakgrunn i dette er det i utgangspunktet kjedene som er Orkla sine kunder. Imidlertid besitter Orkla merkenavn som etterspørres av konsumentene, og dermed anses disse også som kunder. På denne måten lykkes Orkla å gå rundt kjedene og rett til sluttbrukeren. Både kjedene og konsumentene anses dermed som kunder av Orkla, og vi vil derfor skille mellom disse her. Hadde Orkla derimot vært en EMV-produsent ville skillet vært klarere, og konsumentene ville da kun vært kjedenes kunder, mens Orklas eneste kunder ville vært kjedene.

Indikatorer på at kundenes forhandlingsmakt er stor er et lavt antall kunder, produktene som selges er lite differensierte og standardvarer hvilket medfører lave byttekostnader for kundene, produktene som selges er en stor andel av kundens endelige kostnader, kunden

oppnår ikke gode økonomiske resultater eller når kunden har mulighet til baklengs vertikal integrering i verdikjeden.⁸⁴

Forbrukerne er som kundegruppe meget stor da tilnærmet alle personer er potensielle kunder, og har på bakgrunn av dette liten forhandlingsmakt. Trusselen fra forbrukerne kommer i hovedsak fra at et stort antall av dem vil kunne velge produkter fra andre aktører, for eksempel ved at de velger melkesjokolade fra Mondelez istedenfor Stratos fra Orkla. Kundens byttekostnad er altså lave. Produktene i bransjen bærer imidlertid til en viss grad preg av å være mer merkevarer enn standardvarer og vi mener at disse dermed oppfattes som differensierte av forbrukerne. I Norge og Norden utgjør andel av inntekt brukt på mat og næringsmidler en liten del av den totale inntekten⁸⁵ hvilket reduserer kundenes forhandlingsmakt. Oppsummert anses forbrukernes forhandlingsmakt som lav til middels.

Dagligvarebransjen i Norge har lenge vært preget av få og store aktører som NorgesGruppen, Coop, Rema 1000 og Ica. I 2015 har også Coop fått godkjent kjøp av Icas butikker i Norge, slik at antallet aktører blir enda lavere. Det samme gjelder for de øvrige nordiske landene med mellom 2 – 4 store aktører per land. På den ene siden medfører det lave antallet av aktører i dagligvaremarkedet at disse får en meget sterk forhandlingsmakt overfor leverandørene. På den annen side besitter imidlertid produsentene i bransjen sterke merkevarer som forbrukerne er lojale til hvilket bidrar til at kjedenes forhandlingsmakt likevel ikke blir så sterk som det lave antallet aktører skulle tilsi. Når forbrukerne ønsker å kjøpe sine foretrukne merkevarer risikerer nemlig kjedene at forbrukeren går til en annen kjede dersom en av de ikke tilbyr disse. Dagligvarehandelen har som nevnt de senere årene i økende grad begynt å integrere egne merkevarer i verdikjeden både i Norge og i Norden. Andelen av total omsetning i markedet som disse EMV vil utgjøre er antatt å øke i fremtiden. Dette vil på lengre sikt bidra til å øke forhandlingsmakten. I tillegg har for eksempel NorgesGruppen overtatt ansvaret for vareplassering i egne butikker. Dette er et ansvar som tidligere produsentselskapene stort sett sto for.⁸⁶ Oppsummert anses dagligvarekjedenes forhandlingsmakt som middels.

4.4.2.4 Trussel fra substitutter

Substitutter er produkter eller tjenester som møter omtrent det samme kundebehovet, men gjør det på andre måter enn produkter eller tjenester som tilbys av et selskaps konkurrenter.⁸⁷

⁸⁴ Barney, J. (2014)

⁸⁵ Aftenposten, *Vi bruker langt mindre av inntekten på mat*

⁸⁶ HK*Nytt, *Norgesgruppen vil plassere varene selv*

⁸⁷ Barney, J. (2014)

For eksempel så vil ferdigmiddager fra Fjordland normalt bli oppfattet som et substitutt til en Grandiosa fra Orkla.

Definisjonen av et substitutt vil variere med hva forbrukerne etterspør. I et ekstremt tilfelle kan man si at dersom det er mat forbrukerne etterspør vil enhver type næringsmidler være et substitutt til Orklas merkevarer. Derimot vil enhver type mat ikke være et substitutt dersom forbrukeren etterspør en rask ferdigmiddag. Her vil ferdigmiddag fra Fjordland, en pølse eller en baguett fra en bensinstasjon være et nærliggende substitutt. På en annen side vil sannsynligvis få av Orklas ferdigprodukter bli oppfattet som et substitutt til en bedre biffmiddag.

Her vil det også være forskjell mellom forbrukere. Noen forbrukere vil nok oppfatte et produkt fra First Price som et fullverdig substitutt til et lignende produkt fra Orkla. Andre vil nok derimot mene at for eksempel syltetøy fra Nora innehar produkttegnenskaper, både faktiske og innbilte, som skiller dette fra andre syltetøyprodusenter.

Uansett om forbrukeren kun er ute etter noe å spise, eller om han etterspør produkter med spesielle egenskaper vil trussel fra substitutter være en stor trussel for merkevareaktører som Orkla. De andre merkevareaktørene tilbyr produkter som kan erstatte de Orkla tilbyr. Det har også de senere årene vært en sterk fremvekst i tilbydere av hurtigmat i en travel hverdag. Blant annet tilbys det slik mat på bensinstasjoner, i kiosker, i egne forretninger med mer. I tillegg har vi fremveksten av konseptløsninger hvor råvarer og oppskrifter leveres rett hjem på døren som nevnt under PESTEL-analysen. Dette vil kunne føre til mindre etterspørsel etter halvfabrikata og ferdigmat fra bransjen. Som en følge av dette, og den iboende naturen til merkevarer anses trusselen fra substitutter som høy.

4.4.2.5 Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandører kan true den økonomiske ytelsen til virksomhetene i bransjen ved å øke prisene eller ved å redusere kvaliteten på det de tilbyr. Indikatorer på at leverandørenes forhandlingsmakt er stor er blant annet at leverandørene i bransjen er dominert av et lite antall selskaper, leverandørene selger unike eller sterkt differensierte varer eller tjenester, er ikke truet av substitutter, har mulighet for vertikal integrasjon fremover i verdikjeden og hvor selskapene i bransjen ikke er viktige kunder for leverandørene.⁸⁸

⁸⁸ Barney, J. (2014)

Leverandører i bransjen anses hovedsakelig å bestå av leverandører av råvarer til bruk i produksjonen. Blant de viktigste råvarene i bransjen er vegetabilsk olje, mel og andre kornprodukter, kjøtt, fisk, sukker, meieriprodukter, frukt og bær, kakao og sjokolade, nøtter og ost.⁸⁹ Antallet leverandører i bransjen er omfattende og det finnes mange leverandører som kan levere disse råvarene. Råvarene bærer også preg av å være standardiserte, og det er små muligheter for å differensiere produktene. Kjøpmenn og engroshandlere har store muligheter til å finne alternative leverandører av grunnleggende matvarer. Grunnet det høye antallet alternative leverandører og lave differensieringsmuligheter vil bøndene bli tvunget til å holde sine priser og sin fortjeneste lav.⁹⁰ Norske bønder selger riktignok sine produkter gjennom monopolistiske kooperativer som Tine og Nortura, hvilket gir disse en sterkere forhandlingsmakt. I praksis fastsettes imidlertid prisene gjennom landbruksoppgjøret hvilket likevel begrenser forhandlingsmakten.

Bransjen består av store og mektige aktører som anses å være meget viktige kunder for leverandørene. Orkla er riktignok vesentlig mindre enn de store globale aktørene, men anses likevel som stor nok til å være en viktig kunde i sine markeder. Sannsynligheten for at leverandører av råvarer skal integrere vertikalt fremover i verdikjeden og dermed bli både en leverandør og en konkurrent anses som liten. Riktignok selger leverandører som Tine og Nortura produktene sine også i dagligvarehandelen. Imidlertid har disse sine spesifiserte produktområder og forventes ikke å ekspandere i stor grad til andre varegrupper. Produktene som tilbys av disse vil derimot på flere områder være substitutter til Orklas merkevarer, og anses i større grad å påvirke trusselen fra substitutter. Etter en totalvurdering anses leverandørenes forhandlingsmakt å være lav.

4.4.2.6 Oppsummering bransjeanalyse

Leverandørenes forhandlingsmakt er den trusselen som anses som den minste. Selv om de norske kooperativene til en viss grad har noe forhandlingsmakt som monopolister bidrar det faktisk at prisene fastsettes gjennom landbruksoppgjøret til at dette likevel ikke anses som en større trussel.

Trusselen fra nyetableringer anses i utgangspunktet som begrenset hovedsakelig grunnet merkevareselskapenes størrelse. Dette bidrar til konkurransefortrinn fra stordriftsfordeler og høy kunnskap og erfaring knyttet til hva forbrukerne ønsker. I tillegg har disse selskapene

⁸⁹ Orkla, *The Nordic Consumer Goods Champion, Investor presentation June 2014* & Nestlé, *About us*

⁹⁰ Barney, J. (2014)

over tid bygget opp sterke merkevarer som kundene ønsker og til en viss grad er lojale til. Dersom det norske importvernet imidlertid skulle falle bort eller begrenses er det sannsynlig at konkurransen fra utenlandske aktører vil bli større. Trusselen fra nyetableringer i det norske markedet vil dermed i fremtiden kunne bli høyere.

Den enkelte forbrukerens forhandlingsmakt anses som lav da hver enkelt kunde utgjør en minimal del av bransjens omsetning. I tillegg er andelen av inntekt som benyttes på matvarer og lignende historisk lav, hvilket gjør at forbrukerne er mindre opptatt av pris enn før. En større trussel anses å fremkomme ved at mellomledet mellom merkevareselskapene og forbrukerne, det vil si i hovedsak dagligvareforretningene, består av få og store aktører. Disse aktørenes egne merkevarer forventes å vokse i fremtiden og dermed vil en større andel av verdikjeden bli integrert i dette leddet. Dette anses som en reell trussel for bransjen. Riktignok finnes det også muligheter for å bli en underleverandør for disse merkevarene, i tillegg til å produsere under eget merkenavn. Forbrukernes kjennskap og lojalitet til merkevareselskapenes produkter begrenser trusselen på kort sikt, hvilket bidrar til at trusselnivået anses som middels.

Intern rivalisering anses som en stor trussel. På den ene siden er det relativt få aktører i bransjen og produktene oppleves differensierte hvilket reduserer denne trusselen noe. På den andre siden er bransjen preget av lav vekst. For at en aktør skal kunne vokse må denne dermed ta markedsandeler fra de andre. I tillegg kommer faktoren med dagligvarekjedenes egne merkevarer. I utgangspunktet anses denne faktoren i hovedsak å være knyttet til kundenes forhandlingsmakt. Samtidig vil kjedene i tillegg til å være en kunde også bli en konkurrent. Denne faktoren anses dermed både å øke den interne rivaliseringen direkte, men også indirekte gjennom at det totale markedet for merkevarer blir mindre. Den interne rivaliseringen anses å ligge på et middels nivå i dag, men forventes å bli høy i fremtiden.

Den største trusselen for en merkevareprodusent vil være trusselen fra substitutter. Orkla besitter flere merkevarer som forbrukerne er lojale til og som er sterke i markedet. Samtidig er veien til et substitutt meget kort. Et sentralt spørsmål er hvor lenge Orkla vil klare å opprettholde forbrukernes lojalitet og den oppfattede verdien av selskapets merkevarer. Noen merkevarer klarer seg gjennom flere tiår, mens andre går forbrukerne lei av og slutter å kjøpe.

4.5 Vurdering av finansiell risiko

Dette kapitlet er i all hovedsak skrevet på bakgrunn av informasjon fra selskapets årsrapport.⁹¹ Orklas virksomhet og internasjonale drift gjør at de er utsatte for flere typer finansielle risikoer. De mest sentrale er valutarisiko, renterisiko, råvarepriserisiko, likviditetsrisiko og kredittrisiko. I årsrapportene beskrives risikoene og deres håndtering av dem. Selskapet har en sentralisert finansfunksjon med en av sine viktigste oppgaver å sikre finansiell handlefrihet på kort og lang sikt, samt å følge opp og styre finansiell risiko i samarbeid med de enkelte driftsenhetene. Ansvar for styring av finansiell risiko er delt mellom forretningsområdene som styrer risikoen knyttet til forretningsprosesser, og konsernnivået som styrer risikoen knyttet til sentraliserte aktiviteter som finansiering, og rente- og valutastyring. Konsernet benytter derivater og andre finansielle instrumenter for å redusere risiko i henhold til konsernets finanspolicy. Konsernledelsen overvåker den finansielle risikoen gjennom løpende rapporteringer og møter i Orkla Treasury Committee.

4.5.1 Råvarerisiko

Produksjon og salg skjer hovedsakelig i de lokale markedene. De to viktigste kildene til risiko her er priserisiko på landbruksvarer og ingredienser i matvareproduksjonen, samt valutarisiko på importerte varer. Priserisikoen styres normalt gjennom innkjøps- og salgskontrakter. Valutarisikoen, der det foreligger kontrakter, sikres med valutaterminkontrakter mot det enkelte selskaps funksjonelle valuta.

4.5.2 Valutarisiko

På grunn av at Orkla opererer i flere land, med både salg og innkjøp over landegrensene, samt har utenlandske investeringer er de eksponert for valutarisiko. Transaksjonsrisikoen mot hver enhets funksjonelle valuta sikres ved valutaterminkontrakter som nevnt ovenfor. Orkla benytter sikringsbøker for de fleste sikringer av fremtidige transaksjoner, enten kontantstrømsikringer eller virkelig verdisikring. Samtidig er Orkla eksponert for omregningsrisiko fra de utenlandske nettoinvesteringene. Dette sikres ved en sammensetning av utlån til enheter i deres lokale valuta og sikring av nettoinvesteringer etter IAS 39.

4.5.3 Renterisiko

Orklas renterisiko er hovedsakelig knyttet til konsernets gjeldsportefølje. Denne risikoen styres på konsernnivå og konsernet har som målsetning at rentekostnadene skal følge den generelle utviklingen i pengemarkedet. Samtidig foretas det disposisjoner for å dempe

⁹¹ Orkla, Årsrapport 2013

effektene av kortsiktige svingninger i rentemarkedet. Vesentlige beslutninger knyttet til sikringer tas av Orkla Treasury Committee.

4.5.4 Likviditetsrisiko

Likviditetsrisiko er risikoen for at Orkla ikke kan møte sine betalingsforpliktelser ved forfall. Styring av denne risikoen har høy prioritet i Orkla som en del av målsetningen om finansiell fleksibilitet. Orklas styringsmål for finansieringsaktiviteten innebærer at forventede kortsiktige forpliktelser og kjente kapitalbehov er finansiert med langsiktige lån eller lånerammer minst et år før forfall. Rentebærende gjeld styres sammen med rentebærende fordringer på konsernnivå. Disse tiltakene medfører at Orkla vurderer konsernets likviditetsrisiko som begrenset.

4.5.5 Kredittrisiko

Styring av kredittrisiko knyttet til kundefordringer og andre operasjonelle fordringer håndteres som en del av forretningsmessig risiko og følges opp kontinuerlig som en del av løpende drift. De nordiske dagligvaremarkedene preges av relativt få, store aktører, som innebærer en viss konsentrasjon av kreditteksponering mot enkeltmotparter. Ved salg til kunder i geografiske områder med politisk risiko benyttes det i en viss grad trade finance-produkter for å redusere kredittrisikoen. Dagens kredittrisiko på det operasjonelle vurderes av Orkla som akseptabel. Kredittrisikoen på finansielle instrumenter styres av den sentrale finansavdelingen, og risikoen her oppstår ved bruk av finansielle sikringstransaksjoner, plasseringer og kontohold. Orkla prøver primært å minimere likvide midler plassert utenfor konsernet. Videre har de kontohold og finansielle sikringstransaksjoner hovedsakelig hos langsiktig långivende banker som motpart. Utover dette gjelder beløpsgrenser og minstekrav til en banks kredittrating ved plassering av overskuddslikviditet. Eksponeringen overvåkes kontinuerlig av en sentral finansavdeling, og kredittrisikoen vurderes av Orkla som lav.

4.6 Oppsummering av strategisk analyse – SWOT

En SWOT-analyse er en generell vurdering av en bedrifts sterke og svake sider, muligheter og trusler.⁹² I denne modellen oppsummerer vi styrker og svakheter som er identifisert gjennom den interne ressursanalysen samt muligheter og trusler identifisert gjennom makro- og bransjeanalysen.

⁹² Kotler, P. (2004)



Figur 4-6: SWOT - Oppsummering av strategisk analyse

Orkla er et sterkt og etablert selskap med en god finansiell stilling, hvilket anses som en styrke da selskapet får et handlingsrom i sin utførelse av strategien om å bli et rendyrket merkevarerelskap. Orkla anses å ha sin største styrke i en diversifisert portefølje av sterke merkevarenavn i det nordiske markedet. Dette gjør selskapet sterkt overfor kundenes forhandlingsmakt, samtidig som leverandørenes forhandlingsmakt er lav. Oppsummert forventes disse styrkene å bidra til at Orkla klarer å holde sin sterke posisjon i det nordiske markedet.

Selskapets globale satsing har ikke vært særlig lønnsom og selskapet har blant annet tatt tap og nedskrivninger i det russiske markedet, i tillegg til meget svake marginer i den internasjonale virksomheten. Resultatene fra den internasjonale satsingen anses som en av selskapets største svakheter. I tillegg anses det grunnet merkevarebransjens iboende natur at en naturlig svakhet er sårbarheten overfor substitutter. Til sist anses også selskapets begrensede organiske vekst de senere årene som en svakhet.

Selv om bransjen i utgangspunktet er begrenset konjunkturfølsom anses den største muligheten i årene fremover god og tidsriktig utnyttelse av forbrukertrender som helsefokus,

forandring i handelsmønstre og utsalgssteder. Orkla anses som en innovativ virksomhet med lang erfaring som vil ha gode muligheter for å tilpasse seg nåværende og kommende trender. Selskapet opererer hovedsakelig i det nordiske markedet som er preget av politisk og økonomisk stabilitet hvilket anses å gi gode rammebetingelser for fremtidens virksomhet. Levering til EMV-markedet anses som en mulighet selskapet enda ikke har benyttet seg av. Orklas fokus synes foreløpig å være på merkevarer. Dette kan imidlertid forandre seg ved økt konkurranse i fremtiden.

Det nordiske markedet anses økonomisk stabilt. Likevel vil også dette markedet kunne oppleve en svakere økonomisk vekst de kommende årene. Sammen med svak vekst i bransjen og økt konkurranse fra EMV-produkter anses dette som de største truslene for selskapet, hvilket vil kunne begrense eventuell fremtidig vekst og føre til reduserte profittmarginer. Orkla har kommunisert at høyere råvarepriser som følge av svekket kronekurs vil bli veltet over på forbrukerne. Det er likevel ikke gitt at dette lar seg gjøre og svekket kronekurs anses som en trussel for lønnsomheten. Til sist anses også en eventuell svekkelse av importvernet som en mulig trussel. Det er imidlertid utfordrende å vurdere hvordan og når en slik endring vil kunne forekomme.

4.7 Finansielle investeringer

I innledningen av kapitlet nevnte vi at den strategiske analysen vil fokusere på kjernevirksomheten merkevarer og at de tilknyttede virksomhetene holdes utenfor. De finansielle investeringene består i all hovedsak av de tilknyttede selskapene Gränges, Sapa og Jotun. En vurdering i forbindelse med verdsettelsen er hvordan disse skal bli hensyntatt på en tilfredsstillende måte. Orklas fokus og strategi har som nevnt de senere årene vært relatert til merkevarevirksomheten. Eierskapet i disse selskapene regnes derfor som driftsfremmed og et eventuelt salg antas ikke å ha påvirkning på den øvrige driften i Orkla. Hovedfokuset i verdsettelsen vil derfor være merkevarevirksomheten. Eierskapet i de tilknyttede selskapene må likevel også verdsettes da de utgjør vesentlige verdier i Orklas balanse.

En mulig løsning for å fastsette verdien på de finansielle investeringene kunne vært å trekke de helt ut av den fundamentale verdsettelsen, for så å gjøre en separat og mindre omfattende verdivurdering som igjen legges til verdien av driften i Orkla. Dette vil ha noen praktiske utfordringer knyttet til avkastningskrav og verdivekting og anses derfor ikke som en tilfredsstillende metode. En annen løsning er å gjennomføre egne fundamentale verdsettelser for de tilknyttede selskapene, som deretter legges inn i den fundamentale verdsettelsen av

Orkla. Dette anses imidlertid i forhold til omfanget av oppgaven å være lite hensiktsmessig. Løsningen som velges er derfor en mellomting av disse. De finansielle investeringene vil følge med gjennom den fundamentale verdsettelsen av Orkla på samme måte som driften verdsettes. Dette medfører at de finansielle eiendelene også vil bli analysert i regnskapsanalysen. Riktignok fokuserer også denne i hovedsak på driften og merkevarevirksomheten. Dette medfører at innsikten vi får knyttet til den fremtidige utviklingen i de tilknyttede selskapene ikke er like god som for merkevarevirksomheten. Basert på regnskapsanalysen fastsettes det en forventning til kontantstrømmene disse forventes å generere i fremtiden, men grunnet begrenset innsikt anses denne mer usikker.

Det vil også bli fastsatt historiske- og fremtidskrav knyttet til de finansielle eiendelene for å kunne neddiskontere de fastsatte kontantstrømmene. Dette vil medføre en utfordring knyttet til vekting av avkastningskravene knyttet til selskapskapital som inkluderer finansielle eiendeler. En nærmere forklaring rundt dette, og hvordan dette hensyntas følger i slutten av kapittel 7.

I den fundamentale verdsettelsen kommer vi frem til virkelig verdi av egenkapitalen. Denne kan vi så dekomponere for å fremstille hvilke verdier som knytter seg til de tilknyttede selskapene. Alle verdiestimater vil inneholde en stor grad av usikkerhet, men vi anser usikkerheten knyttet til disse selskapene spesielt stor grunnet den begrensede innsikten vi nevnte ovenfor. Vi vil derfor i tillegg utføre en egen komparativ verdivurdering av investeringene basert på multiplikatormodeller. Verdiene fra denne vil sammenlignes med verdien på de tilknyttede selskapene som fremkommer gjennom den fundamentale metoden. Til slutt vil det bli foretatt en vurdering rundt hvilket verdiestimat som anses som det mest rimelige.

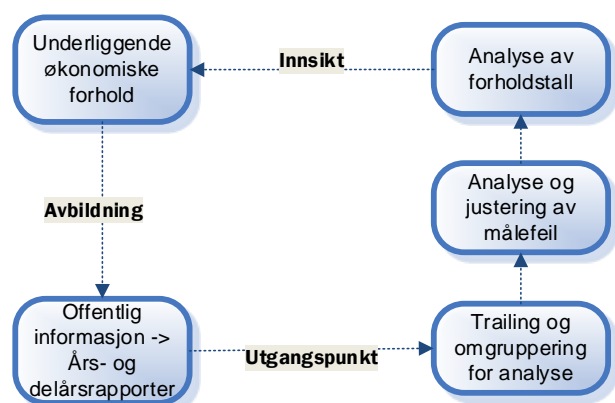
4.7.1 Kort om avkastning – Tilknyttede selskaper

Investeringene har de siste årene hatt svak nettoavkastning sammenlignet med kapitalbindingen de utgjør. Jotun leverer jevnt over gode resultater og betaler utbytte, og i 2013 tilsvarte utbyttet 10 % av bokført verdi per 31.12.2012. Dette er imidlertid ikke tilfelle for Sapa som har levert negativt bidrag på regnskapslinjen de siste to årene. I tillegg til at Sapa utgjør den største regnskapsmessige kapitalbindingen blant investeringene har det også vært gjennomført nedskrivninger her. Gränges var tidligere konsolidert i konsernregnskapet til Orkla og leverte positive resultater til konsernet i perioden 2011-2013. Nå er Gränges notert på børs, og Orkla har solgt seg ned. Det er altså utviklingen i Sapa som i stor grad har medført

at det ikke har vært tilfredsstillende avkastning fra de tilknyttede selskapene. Dette medfører at investeringene samlet sett anses som en midlertidig svakhet.

5 Regnskapsanalyse

5.1 Rammeverk og praktiske valg



Figur 5-1: Rammeverk for regnskapsanalyse⁹³

5.1.1 Rammeverk

Figuren ovenfor viser rammeverket som vil bli benyttet i regnskapsanalysen. Denne vil ta utgangspunkt i selskapets underliggende økonomiske forhold som kartlegges ved en gjennomgang av selskapets historiske resultater. Det er en utfordring at fremtiden er usikker og ofte vil kunne avvike fra hvordan selskapet har prestert tidligere. De historiske tallene vil gi et godt overblikk på hvor selskapet har vært og hvordan utviklingen har vært de senere årene, og anses dermed likevel å ha en predikasjonsverdi med tanke på hvor selskapet er på vei.

I kapitlene under presenteres Orklas rapporterte tall i perioden 2011 – 2014 som en avbildning av de underliggende økonomiske forholdene. Analysen baserer seg på offentlig tilgjengelig informasjon fra selskapet og vil i stor grad basere seg på års- og kvartalsrapporter. Det er en fordel at analysen baserer seg på så ferske regnskapstall som mulig. Avhengig av når analysen utføres vil det derfor kunne være nødvendig å traile deler av året for å få et fullstendig årsregnskap for den siste regnskapsperioden. Å traile en regnskapsperiode, for eksempel et kvartal, går ut på at det utarbeides et regnskap for denne perioden basert på utvikling i samme periode fra fjoråret, og justeres for eventuell vekst og unormale poster. Ved utarbeidelsen av denne analysen har Orkla akkurat offentliggjort tall for fjerde kvartal, og trailing vil dermed stort sett ikke være nødvendig. Det vil riktignok likevel være behov for å traile enkelte regnskapslinjer i 2014 da kvartalsrapportene både for Orkla og de andre selskapene i bransjen ikke er like spesifiserte som årsrapportene.

⁹³ Knivsflå, K.H. (2015)

Orkla utarbeider sitt årsregnskap etter de internasjonale regnskapsstandardene, IFRS. Oppstillingsplanen etter IFRS grupperer eiendelene etter likviditet og gjeld etter forfallstidspunkt, samt om verdiskapningen i virksomheten er større enn kostnaden ved bruk av finansiell gjeld. Oppstillingsplanen etter IFRS anses derfor å være mer kreditororientert enn investororientert.⁹⁴ For å kunne utføre en investororientert regnskapsanalyse vil regnskapstallene bli omgruppert og normalisert. Deretter vil de bli justert for eventuelle målefeil, før vi foretar en analyse av forholdstall.

5.1.2 Forutsetninger

5.1.2.1 Analysefokus

De fleste selskaper har flere interessenter, blant annet eiere, långivere, ansatte, samfunnet med flere. De økonomiske interessentene som vektlegges sterkest i en regnskapsanalyse er imidlertid som regel investorer og kreditorer. Denne analysen er i hovedsak en analyse for eksisterende og potensielle aksjonærer og vil derfor være en investororientert analyse.

5.1.2.2 Analysenivå

Virksomheter som består av ulike forretningsområder bør i utgangspunktet analyseres per forretningsområde. Orkla består som nevnt hovedsakelig av merkevaresegmentet, i tillegg til eierskap i tilknyttede virksomheter. Verdsettelsen vil gjøre et skille mellom de driftsrelaterte eiendelene hvor verdien ligger i den fremtidige inntjeningen ved fortsatt drift og de finansielle eiendelene som ikke anses som en del av driften. Som nevnt i kapittel 4.7 vil de tilknyttede selskapene likevel følge med gjennom den fundamentale analysen for praktiske formål, men også bli vurdert i en egen komparativ verdsettelse. Grunnet begrensninger i tilgjengelig informasjon vil analysen bli gjort på konsernnivå på grunnlag av konsoliderte konsernregnskap.

5.1.2.3 Analyseperiode

Valget av analyseperiode avhenger av om driften i virksomheten har vært stabil eller endret karakter over tid. Dersom virksomheten har vært stabil og drevet med det samme over tid bør en velge en relativt lang analyseperiode. Har derimot virksomheten endret seg mye, for eksempel grunnet oppkjøp og avvikling av forretningsområder, bør en velge en relativt kort periode da de eldre regnskapstallene blir lite representative for dagens virksomhet.⁹⁵ Orkla har de senere årene vært gjenstand for store strukturelle endringer, både gjennom oppkjøp av nye

⁹⁴ Penman, S. H. (2013)

⁹⁵ Knivsflå, K.H. (2015)

merkevareselskaper og avvikling eller salg av deler av virksomheten som ikke knytter seg til merkevarevirksomheten. Dette trekker mot en relativt kort analyseperiode.

Hovedargumentene for å benytte en tidsserie tilbake i tid er konjunkturutjevning, fjerning av støy samt å unngå for stor påvirkning av store enkeltposter. Orkla og bransjen det opererer innen anses å være begrenset følsom for konjunktursvingninger. Orkla er også et såpass stort selskap at støyfjerning anses mindre vesentlig, da det grunnet størrelsen skal mye til for at støyfaktorer skal påvirke tallene vesentlig. Orkla har også liten grad av vesentlige skjønnsmessige poster knyttet til kundefordringer og varelager. Med dette mener vi at selskapet ikke er preget av svingninger i disse postene slik som for eksempel en virksomhet med prosjektbasert inntjening vil kunne være. For Orkla som selger små rimelige varer i et stort antall forventes disse postene å ha en stabil utvikling. De siste fire års regnskap anses dermed som det beste grunnlaget for analyseperioden. Riktignok anses selv 2011 å være helt i grenseland, da store deler av virksomheten dette året består av forretningsområder som ikke lenger er en del av selskapet. Vi velger likevel å ta det med slik at analyseperioden ikke skal bli for kort og statisk.

5.1.2.4 Sammenlignbare selskaper

Ved å sammenligne Orklas prestasjoner og nøkkeltall mot andre selskaper i bransjen vil vi kunne se hvordan Orkla presterer i forhold til bransjesnittet. I kapittel 2 ble det argumentert for at selskapene Nestlé, Procter & Gamble, Unilever og Mondelez International er de mest relevante sammenlignbare selskapene. Alle disse selskapene er også notert på børs og offentliggjør regnskapsinformasjon noe som gir gode muligheter for å innhente relevant informasjon. Orkla, Nestlé og Unilever er børsnotert i Europa og rapporterer etter IFRS, mens Mondelez og Procter & Gamble er børsnotert i USA og rapporterer etter U.S. GAAP. På de fleste områder er disse to regnskapsstandardene relativt like, men det finnes områder hvor regnskapsbehandlingen er forskjellig.⁹⁶ Vesentlige forskjeller i regnskapstall som følger av forskjeller i regnskapsprinsipp som identifiseres vil bli justert for i tallene som benyttes for bransjen.

De sammenlignbare selskapene skiller seg imidlertid fra Orkla på flere områder. For det første er de globale aktørene som er valgt vesentlig større. Nestlé som er det selskapet med størst omsetning har en omsetning 23 ganger større enn Orkla sin, mens Mondelez har en omsetning som er 8 ganger større. Som vi nevnte i den interne analysen vil bransjeselskapene i tillegg kunne vokse gjennom markedsutvikling i andre deler av verden, hvilket medfører at disse vil

⁹⁶ Damodaran, A. (2012)

kunne ha helt andre vekstutsikter enn Orkla. Dette vil medføre at Orkla og bransjen står overfor ulike driftsrisikoer og fremtidsutsikter, noe som vil kunne være en svakhet ved analysen. For best mulig sammenligning burde sammenligning mot bransjen bli gjort på et mindre geografisk nivå, for eksempel Norden eller Europa. Grunnet begrenset segmentrapportering fra bransjen vil dette imidlertid ikke la seg gjennomføre tilfredsstillende. Forskjellene hensyntas ved at regnskapsanalysen i stor grad baserer seg på forholdstall, hvilket delvis hensyntar størrelsesforskjellen i rene tallstørrelser. Det er fortsatt en utfordring at forskjellene i risiko og fremtidsutsikter i mindre grad blir hensyntatt. Det faktum at bransjen har andre vekstutsikter enn Orkla kommer vi tilbake til i analysen av vekst i kapittel 9.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

Nedenfor følger rapporterte regnskapstall fra Orkla sitt konsernregnskap for årene 2011 til 2014. Regnskapene er utarbeidet etter IFRS, og regnskapsåret går fra 1.1 – 31.12.

RESULTATREGNSKAP				
<i>Beløp i mill. NOK</i>	2011	2012	2013	2014
Salgsinntekter	29 640	28 559	32 216	29 202
Andre driftsinntekter	420	1 337	829	397
Driftsinntekter	30 060	29 896	33 045	29 599
Varekostnader	-15 289	-15 063	-16 690	-14 406
Lønnskostnader	-5 330	-5 088	-5 918	-5 779
Andre driftskostnader	-5 539	-5 468	-6 171	-5 242
Av- og nedskrivning varige driftsmidler	-975	-918	-1 103	-935
Amortisering immaterielle eiendeler	-17	-16	-21	-23
Andre inntekter og kostnader	-375	-433	-860	-100
Driftsresultat	2 535	2 910	2 282	3 114
Resultat fra tilknyttede og felles kontrollerte selskaper	257	418	2	121
Mottatte utbytter	440	211	250	37
Gevinster, tap og nedskrivninger aksjer og finansielle eiendeler	1 643	857	623	56
Finansinntekter	296	196	85	-
Finanskostnader	-729	-685	-578	-456
Resultat før skattekostnad	4 442	3 907	2 664	2 872
Skattekostnad	-654	-726	-692	-688
Resultat etter skattekostnad fra videreført virksomhet	3 788	3 181	1 972	2 184
Gevinst/resultat ikke videreført virksomhet	-4 496	-1 547	-1 225	-485
Årsresultat	-708	1 634	747	1 699
Minoritetens andel av årsresultatet	48	-	57	40
Majoritetens andel av årsresultatet	-756	1 634	690	1 659
TOTALRESULTAT				
Årsresultat	-708	1 634	747	1 699
Poster som ikke vil bli reklassifisert over resultatet i etterfølgende perioder: Estimataavvik pensjoner	-187	-37	37	-148
Poster som vil bli reklassifisert over resultatet i etterfølgende perioder: Endring resultatreserve aksjer etter skatt	-3 143	-753	-79	-21
Endring sikringsreserve etter skatt	-770	-5	46	-150
Poster belastet egenkapitalen i tilknyttede og felles kontrollerte selskaper	105	-325	81	906
Valutadifferanse ved omregning til presentasjonsvaluta	-218	-848	2 015	713
Totalresultat	-4 921	-334	2 847	2 999
Minoritetens andel av totalresultat	48	-8	75	54
Majoritetens andel av totalresultat	-4 969	-326	2 772	2 945

Tabell 5-1: Resultatregnskap Orkla 2011 – 2014

Resultatregnskapet viser relativt stabile tall for driftsinntekter og driftsresultat.

Regnskapstallene bærer imidlertid preg av at tap knyttet til virksomhet som ikke lenger er en del av konsernet er reklassifisert til resultat fra ikke-videreført virksomhet. Dette gjelder spesielt i årene 2011 – 2013, men også i mindre grad for 2014. Dette medfører at det er store forskjeller mellom det årlige resultatet fra den videreførte virksomheten og årsresultat fra både videreført og ikke-videreført virksomhet. På den ene siden bidrar denne oppstillingen fra selskapet til at arbeidet med å identifisere deler av driften som er relevant for fremtiden blir enklere. På den annen side vil selskap ha insentiver for å klassifisere tap til ikke-videreført virksomhet, slik at den fortsettende driften ser så lønnsom ut som mulig. Vi anser at det foreligger liten risiko knyttet til kostnader som direkte knytter seg til den ikke-videreførte

virksomheten. Imidlertid er risikoen større for at felleskostnader og andre tap som ikke like lett lar seg fordele ikke har blitt fordelt med en korrekt fordeling mellom videreført- og ikke-videreført virksomhet. En gjennomgang av årsregnskapenes noter viser at disse tapene stammer fra selskapene Borregaard, REC, Elkem og den delen av Sapa som gikk inn i joint-venture samarbeidet med Norsk Hydro. Dette er klart virksomheter som ikke lenger er en del av konsernet. Hvorvidt fordelingen av inntekter og kostnader er korrekt foretatt er utfordrende å kontrollere basert på offentlig tilgjengelig tallmateriale. I det videre arbeidet med verdsettelsen vil det forutsettes at fordelingen er korrekt foretatt.

BALANSE				
<i>Beløp i mill. NOK</i>	2011	2012	2013	2014
EIENDELER				
Varige driftsmidler	17 720	9 601	11 651	9 484
Immaterielle eiendeler	12 460	9 948	15 368	14 598
Eiendeler ved utsatt skatt	342	121	34	-
Investeringer i tilknyttede og felles kontrollerte selskaper	4 774	2 794	10 377	12 302
Andre finansielle eiendeler	959	892	665	724
Sum langsiktige eiendeler	36 255	23 356	38 095	37 108
Eiendeler ikke videreført virksomhet/holdt for salg	391	13 740	-	22
Varelager	8 047	4 243	4 836	4 073
Fordringer	10 548	5 357	6 328	5 560
Aksjer og finansielle eiendeler	5 502	3 601	1 051	734
Kontanter og kontantekvivalenter	5 451	7 196	1 805	2 615
Sum kortsiktige eiendeler	29 939	34 137	14 020	13 004
Sum eiendeler	66 194	57 493	52 115	50 112
EGENKAPITAL OG GJELD				
Innskutt egenkapital	1 997	1 985	1 989	1 993
Opptjent egenkapital	31 439	28 196	28 490	29 066
Minoriteter	280	258	301	245
Sum egenkapital	33 716	30 439	30 780	31 304
Forpliktelser ved utsatt skatt	990	1 052	1 210	-
Avsetninger og annen gjeld	2 845	2 328	2 159	3 699
Rentebærende gjeld	15 302	9 352	8 041	8 510
Sum langsiktig gjeld	19 137	12 732	11 410	12 209
Gjeld ikke videreført virksomhet/holdt for salg	177	4 163	-	-
Rentebærende gjeld	1 472	3 460	2 837	598
Skyldig periodeskatt	848	556	402	-
Annen gjeld	10 844	6 143	6 686	6 001
Sum kortsiktig gjeld	13 341	14 322	9 925	6 599
Sum egenkapital og gjeld	66 194	57 493	52 115	50 112

Tabell 5-2: Balanse Orkla 2011 – 2014

Over perioden har totalkapitalen blitt redusert med 24,3 %, hvilket kommer som en følge av at konsernet har avhendet og solgt virksomhet som ikke knytter seg til kjernevirksomheten. Samtidig har selskapets egenkapital holdt seg på et relativt stabilt nivå, hvilket gir en økende egenkapitalandel over perioden.

Balansen viser også at i perioden 2011 – 2014 har den bokførte verdien av selskapets driftsmidler vært fallende, mens investeringer i tilknyttede og felles kontrollerte selskaper har økt. Fallet i driftsmidler skyldes delvis salg av virksomhet som nevnt ovenfor, men også at deler av selskapet som tidligere ble ført etter brutto-metoden, det vil si fullstendig konsolidert inn i konsernregnskapet, etter nedsalg nå føres etter EK-metoden. Denne effekten kan tydelig sees i 2013 hvor joint-venture samarbeidet med Norsk Hydro for Sapa ble inngått. At verdien av driftsmidlene likevel øker kommer fra oppkjøpet av Rieber & Søn det samme året. I 2014 kan denne effekten også sees, og skyldes nedsalget i Gränges hvilket medførte at man gikk over fra bruttometoden til EK-metoden for også dette selskapet.

OPPSTILLING OVER ENDRINGER I EGENKAPITAL				
Beløp i mill. NOK	2011	2012	2013	2014
Egenkapital 1.1	46 931	33 716	30 439	30 780
Konsernets totalresultat	-4 750	-334	2 847	2 999
Utbetalt utbytte (inkludert ekstraordinært utbytte i 2011)	-7 671	-2 543	-2 579	-2 565
Nettokjøp(-)/salg(+) egne aksjer	-109	-416	133	105
Endring minoriteter	-101	-17	-82	-20
Opsjonskostnader	86	33	22	5
Restating pensjoner	-670			
Egenkapital 31.12	33 716	30 439	30 780	31 304

Tabell 5-3: Oppstilling over endringer i egenkapital Orkla 2011 – 2014

Selskapets egenkapital falt vesentlig i 2011 grunnet et sterkt negativt totalresultat og utbetaling av et ekstraordinært utbytte dette året. I den resterende perioden har egenkapitalen som nevnt holdt seg på et relativt stabilt nivå. Riktignok har den gått noe ned, hvilket skyldes en stabil utbyttepolitikk. De to siste årene har imidlertid totalresultatet oversteget utbetalt utbytte.

5.3 Omgruppering for analyse

I dette kapitlet omgrupperes de rapporterte regnskapstallene for tilpasning til en investororientert analyse. For å estimere verdien av egenkapitalen i selskapet må det justeres for eiendeler og gjeldsposter som ikke er relatert til driften.⁹⁷ Vi vil også omgruppere resultatet for å kunne analysere hvorvidt inntjeningen stammer fra drift, finans eller unormale poster.

5.3.1 Resultatregnskapet

Etter IFRS er resultatoppstillingen gruppert slik at en i stor grad kan identifisere resultat fra drift og resultat fra finans, mens unormale poster vil normalt ikke fremkomme like klart. I

⁹⁷ Kaldestad, Y., Møller, B. (2011)

motsetning til NGRS inkluderer resultatoppstilling etter IFRS i tillegg til ordinært resultatregnskap en oppstilling over andre resultatelement (OCI). OCI vil normalt inneholde poster knyttet både til drift og finans. Omgrupperingen av resultatregnskapet hvor vi skiller mellom drift, finans og unormale poster gjøres for å få et mer normalisert bilde av selskapets resultater, hvilket vil være bedre tilpasset en investororientert analyse.

Omgrupperingen av resultatregnskapet vil bli utført etter de følgende fem stegene.⁹⁸

5.3.1.1 Steg 1 – Fullstendig nettoresultat

Steg 1 går ut på å identifisere selskapets fullstendige nettoresultat (FNR). FNR består av det rapporterte årsresultatet, annet fullstendig resultat (OCI) samt eventuell "dirty surplus". Det rapporterte årsresultat og OCI leses ut fra det rapporterte årsregnskapet. "Dirty surplus" kan defineres som inntekter og kostnader ført direkte mot egenkapitalen. Ettersom IFRS opererer med OCI er i utgangspunktet "dirty surplus" null, men noen poster vil likevel bli ført direkte mot egenkapitalen, blant annet emisjonskostnader, samt enkelte justeringer og prinsippendringer. Nedenfor følger en oppstilling over Orklas fullstendige nettoresultat. "Dirty Surplus" poster knytter seg til opsjonskostnader og justering pensjoner identifisert i tabell 5-3 ovenfor.

Fullstendig nettoresultat	2011	2012	2013	2014
Årsresultat majoritet	-756	1 634	690	1 659
Annet fullstendig årsresultat majoritet	-4 213	-1 960	2 082	1 286
Rapportert fullstendig nettoresultat majoritet	-4 969	-326	2 772	2 945
Dirty Surplus	-584	33	22	5
Fullstendig nettoresultat majoritet	-5 553	-293	2 794	2 950

Tabell 5-4: Oppstilling over fullstendig nettoresultat Orkla 2011 – 2014

5.3.1.2 Steg 2 – Fordeling av fullstendig nettoresultat

Steg 2 knytter seg til fordeling av det identifiserte fullstendige nettoresultatet slik at alle kapitaler i balansen får hvert sitt resultat før skatt. Dette gjøres for å identifisere kildene til resultatet, det vil si drifts- og finansinntekter, samt for å fremstille hvordan resultatet blir fordelt på finanskostnad, skattekostnad, minoritetsresultat og resultat til majoritet.

De tilknyttede selskapene er vurdert til å være finansielle eiendeler da disse investeringene ikke anses knyttet til driften i Branded Consumer Goods. Dette følger som en konsekvens av at disse eiendelene anses å kunne bli solgt uten at det vil påvirke driften av selskapet. Resultat fra tilknyttede selskaper legges dermed til finansresultatet.

⁹⁸ Knivsflå, K.H. (2015)

Annet fullstendig nettoresultat er fordelt til henholdsvis drift og finans basert på hvor det anses rimelig at inntekten eller kostnaden hører til. Blant annet anses poster knyttet til estimatavvik pensjoner og valutadifferanser ved omregning til presentasjonsvaluta å være knyttet til drift, mens endring resultatreserve aksjer, endring sikringsreserve og poster belastet egenkapitalen i tilknyttede og felles kontrollerte selskaper anses å være knyttet til finans.

5.3.1.3 Steg 3 – Normalisering

Steg 3 går ut på å identifisere normale og unormale poster i drift, finans og skatt. Det fullstendige resultatet vil bestå av både et normalt resultat og et unormalt resultat. Grunnen til denne fordelingen er at det normale resultatet er relevant for fremtidsregnskapet og prediksjon av fremtiden, og er dermed viktig både for en investororientert og en kreditororientert analyse. Normale poster kan defineres som poster som er forventet å gjenta seg i de fremtidige periodene. Unormale poster kan således defineres som engangsposter som bare påvirker et fåtall perioder. Disse postene er dermed lite relevante for å vurdere utviklingen i fremtiden.

Som en del av dette steget har driftsinntektene og driftskostnadene for perioden 2011 – 2013 blitt redusert med den delen som knytter seg til det tidligere heleide selskapet Gränges, da fremtidige perioder ikke vil ha disse inntektene og kostnadene. I tallene for 2014 er dette allerede hensyntatt i selskapets rapportering. Vi har også gjennomgått selskapets noter for å identifisere unormale poster som kan ligge som en del av en større regnskapslinje. Andre inntekter og kostnader i selskapets presenterte resultatregnskap består av engangsposter, restruktureringskostnader og eventuelt større nedskrivninger på både materielle og immaterielle eiendeler. Disse postene er i all hovedsak vurdert som unormale poster. En problemstilling er om deler av disse kostnadene likevel bør anses som normale. Orkla har de siste 4 årene hatt relativt høye slike kostnader som følge av restruktureringen av konsernet. Dersom dette er kostnader som forventes å gjenta seg i kommende perioder kan det være rimelig at noe restruktureringskostnader vurderes som normale. Orklas strategi om å bli et rendyrket merkevarerelskap vil med sannsynlighet medføre både oppkjøp, salg og omstrukturering i fremtiden. Vi velger derfor å legge tilbake 100 millioner kroner i årlige kostnader knyttet til M&A-, integrasjonskostnader og restrukturering til det normaliserte resultatet.

Gevinster, tap og nedskrivning på aksjer og finansielle eiendeler er lagt til unormalt finansresultat. Dette følger av at postene i hovedsak er realiserte gevinster og tap ved salg av

aksjer, nedskrivninger og endringer i virkelig verdi som ikke forventes å gjenta seg i kommende perioder.

Oversikt og beregning av unormalt netto driftsresultat og unormalt netto finansresultat finnes i appendix under tabell 15-4 og 15-6.

5.3.1.4 Steg 4 – Fordeling av skattekostnad

Steg 4 består av en fordeling av den rapporterte skattekostnaden. I utgangspunktet deles denne i en normal og en unormal skattekostnad. Deler av selskapets skattekostnad som knytter seg til nedskrivning av goodwill, nedskrivning av aksjer, fraregning av utsatt skatteforpliktelse ved avgang datterselskap og korreksjon tidligere års skatter er identifisert som unormal skattekostnad. Deretter fordeles den normale skattekostnaden i normal driftsskatt på normalt driftsresultat, unormal driftsskatt på normalt driftsresultat, skatt på unormalt driftsresultat, skatt på normal finanskostnad, skatt på normal finansinntekt og skatt på unormalt finansresultat.

I fordelingen er 27 % skatt benyttet i beregningen av skatt på normal finanskostnad. I beregningen av normal finansinntekt er det benyttet en skattesats på 10,3 %. Denne satsen fremkommer ved en beregning av hvor store deler av finansinntektene som knytter seg til skattefrie inntekter som utbytte mot hvor store deler som knytter seg til skattepliktige finansinntekter.

Den driftsrelaterte skattesatsen er beregnet ved å dividere den driftsrelaterte skattekostnaden på driftsresultatet før skatt. Driftsskattesatsen vil ofte avvike fra bedriftsskattesatsen på 27 %, for eksempel som følge av særskilte skatter, fremførbare underskudd, permanente forskjeller og skatter i utlandet. Den benyttede normaliserte driftsskattesatsen på 25,8% fremkommer ved et gjennomsnitt av årlige beregnede driftsskattesatser for årene 2011 – 2014.

Oversikt og beregning av skatt, skattesatser og avstemming skatt finnes i appendix under tabell 15-1 til 15-7.

5.3.1.5 Steg 5 – Omgruppert resultatregnskap

Steg 5 er selve utarbeidelsen av det omgrupperte resultatregnskapet basert på det presenterte resultatregnskapet og steg 1 – 4 ovenfor.

Omgruppert resultatregnskap				
Beløp i mill. NOK	2011	2012	2013	2014
Driftsinntekter	26 152	25 906	29 087	29 599
Varekostnad	-12 786	-12 609	-14 382	-14 406
Lønnskostnader	-5 015	-4 772	-5 553	-5 779
Andre driftskostnader	-4 872	-4 811	-5 510	-5 365
Av- og nedskrivning varige driftsmidler	-642	-745	-910	-843
Driftsresultat fra egen virksomhet	2 837	2 969	2 732	3 206
Driftsrelatert skattekostnad	732	766	705	827
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	2 105	2 203	2 027	2 379
Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	-	-	-	-
Netto driftsresultat	2 105	2 203	2 027	2 379
Netto finansinntekt	915	781	299	154
Nettoresultat til sysselsatt kapital	3 020	2 984	2 326	2 533
Netto finanskostnad	-532	-500	-422	-333
Netto minoritetsresultat	-48	8	-75	-54
Nettoresultat til egenkapital	2 440	2 492	1 829	2 146
Unormalt netto driftsresultat	-1 238	-1 253	1 173	504
Unormalt netto finansresultat	-6 755	-1 532	-208	300
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	-5 553	-293	2 794	2 950
Netto betalt utbytte	-7 748	-2 962	-2 496	-2 370
Endring i egenkapital majoritet	-13 301	-3 255	298	580

Tabell 5-5: Omgruppert resultatregnskap Orkla 2011 - 2014

5.3.2 Balanseregnskapet

Den presenterte balansen etter IFRS er som nevnt hovedsakelig kreditororientert og fokuserer på likviditeten til eiendeler og forfallstiden på gjeld. For analyseformål av en virksomhet med forutsetning om fortsatt drift ønsker vi å omgruppere balansen slik at den blir mer investororientert, hvor vi skiller mellom driftsrelaterte og finansielle eiendeler. Driftsrelaterte eiendeler kan defineres som "*Balanseposter som forrentes gjennom driftsresultat*".⁹⁹ Den rapporterte grupperingen vil dermed bli omgruppert til driftsrelaterte eiendeler, finansielle eiendeler, driftsrelatert gjeld, finansiell gjeld og egenkapital.

5.3.2.1 Driftsrelaterte eiendeler

De driftsrelaterte eiendelene er bygg, maskiner, inventar og andre eiendeler som inngår i selskapets daglige drift og som er en del av virksomhetsverdien. Dette inkluderer også immaterielle eiendeler ervervet gjennom oppkjøp som relaterer seg til selskapets drift.¹⁰⁰ Som driftsrelaterte eiendeler i omgrupperingen for Orkla inngår immaterielle eiendeler, varige driftsmidler, varelager, kundefordringer samt andre driftsrelaterte anleggsmidler. Deretter er disse igjen fordelt i driftsrelaterte anleggsmidler og driftsrelaterte omløpsmidler slik at

⁹⁹ Kaldestad, Y., Møller, B. (2011)

¹⁰⁰ Kaldestad, Y., Møller, B. (2011)

regnskapet kan benyttes til både kreditororienterte og investororienterte analyser. Dette gjelder også de øvrige postene som vurderes nedenfor.

5.3.2.2 Finansielle eiendeler

Finansielle eiendeler består normalt av investeringer i aksjer og obligasjoner, samt andre omsettelige verdipapirer. Som finansielle eiendeler i omgrupperingen for Orkla inngår tilknyttede og felles kontrollerte selskaper, langsiktige finansielle eiendeler, aksjer, bankinnskudd og diskontinuerlig virksomhet.

Tilknyttede og felles kontrollerte selskaper er vurdert som ikke-driftsrelaterte eiendeler da selskapet anses å kunne kvitte seg med disse eiendelene uten å skade resultatet og kontantstrømmen fra driften. Investeringene er ikke knyttet til merkevarevirksomheten og bærer dermed preg av å være finansielle investeringer.

Når det gjelder bankinnskudd anses dette normalt som en blanding av arbeidskapital og finansiell eiendel.¹⁰¹ Et selskap vil trenge noe driftslikviditet i den daglige driften for å kunne gjøre opp sine forpliktelser etter hvert som de forfaller. Ofte vil et selskap måtte betale sine leverandører før de får oppgjør fra sine kunder. Denne nødvendige driftslikviditeten anses som en driftsrelatert eiendel mens eventuell overskuddslikviditet er en finansiell eiendel. Hvor stor driftslikviditet et selskap trenger for å kunne operere optimalt vil variere sterkt mellom selskaper og bransjer. Virksomheter oppgir ikke hvor mye driftslikviditet som anses nødvendig for driften og denne må derfor estimeres. I en undersøkelse hvor størrelsen på driftslikviditeten ble undersøkt for ikke-finansielle virksomheter notert på S&P 500 ble det kommet frem til at selskapene med de minste kontantbeholdningene hadde kontantbeholdninger på akkurat under 2 % av totalt salg. Dette tallet kan imidlertid være både mindre og større avhengig av kontantstrømvolatiliteten i bransjen.¹⁰² Bransjen Orkla opererer innen anses å ha en lavere grad av kontantstrømvolatilitet, og estimatet som benyttes settes derfor til i underkant av 2 %. Basert på dette estimatet har vi fordelt bankinnskudd mellom driftsrelaterte og finansielle eiendeler.

Diskontinuerlig virksomhet er tall for større avhendelser som er tatt ut av periode- og sammenligningstall for foregående perioder slik at nåværende periodes tall skal være sammenlignbare med tidligere perioder. Diskontinuerlig virksomhet er således virksomhet som er avhendet og plasseres under finansielle eiendeler. I tillegg til den ikke-videreførte

¹⁰¹ Kaldestad, Y., Møller, B. (2011)

¹⁰² Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010)

virksomheten selskapet allerede har trukket ut og presentert på egen linje i balansen er det blitt justert for ikke-videreført virksomhet som selskapet kun hadde hensyntatt i segmentnoten. I 2011 gjelder dette i all hovedsak investeringer i REC og Borregaard. Eiendeler og gjeld knyttet til Gränges i årene 2011 – 2013 er også trukket ut og presentert som ikke-videreført virksomhet. Grunnlaget for disse justeringene er å påse at balansen er konsistent med resultatregnskapet, slik at fremtidige rentabilitetsberegninger blir mest mulig korrekt.

5.3.2.3 Driftsrelatert og finansiell gjeld

Et normalt skille mellom driftsrelatert og finansiell gjeld er om gjelden er rentebærende eller ikke-rentebærende. Ikke-rentebærende gjeld anses som driftsrelatert gjeld, mens rentebærende gjeld anses som ikke-driftsrelatert. Dette er det imidlertid motstridende syn på. På den ene siden kan all gjeld anses som rentebærende og finansiell gjeld, da renten fremkommer indirekte som en del av varekostnaden og driftskostnader. På den andre siden står synet om at driftsrelatert gjeld finnes som en egen kategori og rentekostnaden på denne gjelden bør derfor rapporteres som driftskostnad. Finansieringen av virksomheten skjer altså på to måter, både gjennom aktive kapitalinnskudd og indirekte som en del av driften.¹⁰³ Vi vil ta utgangspunkt i dette andre synet.

Den driftsrelaterte gjelden består i omgrupperingen av avsetning for krav, annen langsiktig rentefri gjeld samt kortsiktig rentefri gjeld. Avsetninger for krav knytter seg normalt til tidsavgrensninger og andre forhold som oppstår under driften som service og garantiforpliktelser, og vil normalt klassifiseres som en del av drift.¹⁰⁴ For Orkla består posten i hovedsak av pensjonsforpliktelser. En problemstilling knytter seg til om deler av pensjonsforpliktelsen kunne vært klassifisert som en finanspost. Selskapet skylder de ansatte disse midlene gjennom fremtidige pensjoner. Det kan dermed argumenteres for at disse midlene kan sees på som innskutt kapital fra de ansatte gjennom et langsiktig lån til selskapet. Dermed bærer pensjonsforpliktelsen preg av å være finansiell gjeld. Ettersom pensjon og pensjonsforpliktelser er så nært knyttet til lønn og driften anser vi det likevel som rimelig at denne klassifiseres som driftsrelatert gjeld. Annen langsiktig rentefri gjeld knytter seg til forpliktelser ved utsatt skatt, mens kortsiktig rentefri gjeld består stort sett av leverandørgjeld, skyldige offentlige avgifter og andre kortsiktige avsetninger. Den finansielle gjelden består av

¹⁰³ Knivsflå, K. H. (2015)

¹⁰⁴ Kaldestad, Y., Møller, B. (2011)

langsiktig og kortsiktig rentebærende gjeld, samt reklassifisert gjeld knyttet til ikke videreført virksomhet.

En problemstilling er om minoritetsinteressene skal inngå i egenkapitalen eller finansiell gjeld. Kaldestad og Møller foreslår å inkludere minoritetsinteressene i finansiell gjeld.¹⁰⁵ Dersom minoriteten imidlertid er svært liten kan en fornuftig løsning være å slå sammen minoritetens andel med majoritetens egenkapital.¹⁰⁶ Ved utgangen av 2014 utgjør minoritetsinteressene 0,8 % av den totale egenkapitalen i konsernet. Vi anser derfor det å inkludere minoriteten i egenkapitalen som den mest hensiktsmessige løsningen.

5.3.2.4 Omgruppert balanse

Nedenfor presenteres den omgrupperte balansen basert på vurderingene ovenfor.

Omgruppert balanse				
Beløp i mill. NOK	2011	2012	2013	2014
Driftsrelaterte anleggsmidler	16 621	17 321	24 236	24 082
Driftsrelaterte omløpsmidler	8 966	8 325	9 780	10 115
Driftsrelaterte eiendeler	25 587	25 646	34 016	34 197
Finansielle anleggsmidler	4 267	3 663	11 018	13 026
Finansielle omløpsmidler	36 340	28 184	7 081	2 889
Finansielle eiendeler	40 607	31 847	18 099	15 915
Sum eiendeler	66 194	57 493	52 115	50 112
Egenkapital majoritet	33 436	30 181	30 479	31 059
Minoritetsinteresser	280	258	301	245
Egenkapital konsernet	33 716	30 439	30 780	31 304
Langsiktig driftsrelatert gjeld	2 733	3 296	3 256	3 699
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	6 614	5 762	6 210	6 001
Driftsrelatert gjeld	9 347	9 058	9 466	9 700
Finansiell gjeld	23 131	17 996	11 869	9 108
Egenkapital og gjeld	66 194	57 493	52 115	50 112

Tabell 5-6: Omgruppert balanse Orkla 2011 – 2014

5.4 Analyse av målefeil og justering

Finansregnskapet er en avbildning av de underliggende økonomiske forholdene i selskapet som er basert på grunnleggende regnskapsprinsipper og regnskapsstandarder.

Finansregnskapet kan gi et godt bilde av de underliggende økonomiske forholdene, men vil ofte kunne inneholde målefeil eller støy som gjør avbildningen upresis. En målefeil kan defineres som at virksomheten rapporterer noe annet i regnskapet enn det tallet virkelig skulle vært. Knivsflå nevner tre typer av mulige målefeil.¹⁰⁷

¹⁰⁵ Kaldestad, Y., Møller, B. (2011)

¹⁰⁶ Knivsflå, K. H. (2015)

¹⁰⁷ Knivsflå, K. H. (2015)

- Målefeil av type 1 som fremkommer når egenkapitalrentabilitet med god måling er større enn egenkapitalkravet. Målefeil av type 1 er dermed også et uttrykk for strategisk fordel.
- Målefeil av type 2 som fremkommer når regnskapsstandardene eller regnskapsprinsippene tillater eller krever feil måling i forhold til hva de underliggende økonomiske forholdene skulle tilsi.
- Målefeil av type 3 som fremkommer ved at selskapet rapporterer noe annet enn den burde etter regnskapsstandardene.

Målefeil av type 1 er analytisk interessant da denne som nevnt også er et uttrykk for strategisk fordel, og denne skal følgelig ikke justeres for. Målefeil av type 2 og 3 kan imidlertid skape støy slik at den strategiske fordelene kan se både større og mindre ut enn den faktisk er. Disse vil derfor bli analysert og justert for. Målsetningen med justeringene er at det justerte årsregnskapet skal gi en bedre avbildning av de underliggende økonomiske forholdene enn det rapporterte årsregnskapet. Vi som eksterne analytikere besitter dårligere informasjon enn selskapet selv. Det er derfor en ambisiøs målsetning at vi skal ha mulighet til å utarbeide en bedre avbildning enn selskapet. Det er også en risiko for at vi gjennom justeringene vil ende opp med å tilføre mer støy enn tallene opprinnelig inneholdt.¹⁰⁸ Vi antar at det er størst omfang av målefeil type 2 og at begrensninger i rammeverket gjør at det oppstår målefeil. Vi har dermed ikke bedre informasjon enn selskapet selv, men velger likevel å justere for de antatt viktigste forholdene da rammeverket ikke anses optimalt for en investororientert analyse.

Den største kilden til målefeil av type 2 er manglende balanseføring, hvilket medfører at eiendeler, egenkapital og eventuelt gjeld blir undervurdert samt at rentabiliteten blir overvurdert. Regnskapsstandardene etter IFRS tillater ikke balanseføring av internt genererte immaterielle eiendeler.¹⁰⁹ Dette inkluderer blant annet forskning og merkevarekapital. I tillegg er det meget strenge kriterier for balanseføring av utvikling, hvilket i praksis medfører at mange selskap også ender opp med direkte kostnadsføring av utviklingskostnader.

5.4.1 Målefeil – Kostnadsført FoU

Forskning og utvikling er investeringer som gjøres for å kunne generere fremtidige økonomiske gevinster. For god rentabilitetsmåling bør disse kostnadene balanseføres. Som nevnt setter rammeverket etter IFRS imidlertid begrensninger for dette. Vi vil derfor justere

¹⁰⁸ Knivsflå, K. H. (2015)

¹⁰⁹ IAS 38, *Intangible Assets*

for dette som en målefeil. Orkla opplyser om kostnadsført forskning og utvikling i årsregnskapet. Basert på opplyste tall i selskapets årsregnskap er det beregnet gjennomsnittlige årlige utgifter til FoU som basert på en forventet levetid danner grunnlaget for FoU-kapital til balanseføring. Levetiden til nye merkevarer varierer i stor grad da noen produkter forsvinner fra markedet etter kort tid, mens andre blir etablerte merkevarer. Levetiden er derfor satt til en relativt kort periode på 5 år. Det forutsettes at avskrivning på FoU-kapitalen vil være lik investeringene, hvilket anses rimelig basert på at Orkla er et modent og etablert selskap. Justeringen får dermed ingen resultateffekt utover at kostnadene blir flyttet fra andre driftskostnader til avskrivninger. Beregning av FoU-justering finnes i appendix tabell 15-8.

5.4.2 Målefeil – Kostnadsført reklame og markedsføring

Kostnadsførte utgifter til reklame og markedsføring kan sees på som egentilvirket goodwill og dermed er ikke balanseføring tillatt etter IAS 38. Dette medfører at alle slike kostnader blir direkte kostnadsført i resultatregnskapet. En problemstilling er imidlertid om deler av reklamen og markedsføringen har en langsiktig effekt og derfor burde vært balanseført som en investering. Mye av reklamen og markedsføringen anser vi har en kortsiktig effekt, og at det meste av verdien ved denne er borte etter et år. Denne delen mener vi er periodekorrekt og skal ikke justeres for. Vi forventer imidlertid at noe av dette har en lengre effekt og påvirkning på forbrukerne. Det er ikke mulig å sette et presist estimat på dette og vurderingen er i høyeste grad basert på skjønn. Vi anser likevel at selv om estimatet er usikkert vil det være mer hensiktsmessig for en best mulig analyse å foreta denne justeringen enn å la være. Med bakgrunn i type produkter Orkla selger, at forbrukere antas å glemme fort, samt at reklame har en relativt kortsiktig effekt settes de ikke-periodekorrekte kostnadene til 40 %. På samme grunnlag vurderes de balanseførte kostnadene til å ha en kort levetid på 3 år. Vi forutsetter også her at avskrivning på merkevarekapitalen vil være lik investeringene, slik at justeringen ikke får noen resultateffekt. Beregning av merkevarekapital-justering finnes i appendix tabell 15-9.

5.4.3 Målefeil – Kostnadsførte leieutgifter

Leieutgifter skal i henhold til IFRS balanseføres dersom leasingen er finansiell, mens operasjonell leasing kostnadsføres.¹¹⁰ Når disse utgiftene kostnadsføres direkte vil dermed driftskapitalen bli undervurdert i forhold til en tilsvarende virksomhet som eier disse eiendelene selv. Leierett og leiekraft for balanseføring er beregnet på bakgrunn av

¹¹⁰ IAS 17, *Leases*

kostnadsført operasjonell leie multiplisert med en kapitaliseringsfaktor kalkulert på bakgrunn av selskapets gjennomsnittlige rente på finansiell gjeld. Orklas kostnader for operasjonell leasing kommer i hovedsak fra leasing av tomter, bygg og fast eiendom med 55 %, deretter følger inventar og transportmidler med 33 %, samt 12 % fra maskiner, anlegg og øvrige eiendeler. Orkla opplyser ikke om lengde på kontraktene. Vi anser det som rimelig at lengde på kontraktene når det gjelder tomter og bygg vil kunne ligge mellom 5 – 10 år, mens et rimelig estimat for inventar og transportmidler vil være rundt 3 år. Basert på dette fastsettes levetiden til leiekapitalen i beregningen til 5 år. Deretter er leiekostnadene fordelt mellom en avskrivningsdel og en rentedel, hvor rentedelen flyttes fra netto driftsresultat til netto finanskostnad. Beregning av leiekapitaljustering finnes i appendix tabell 15-10.

5.4.4 Målefeil – Type 3

Vi har ikke identifisert noen forhold som skulle tilsi at Orkla rapporterer andre tall enn hva regnskapsstandardene skulle tilsi eller at selskapets regnskap er preget av noen form for kreativ regnskapsføring.

5.4.5 Oppsummering målefeiljusteringer

Målefeiljusteringene medfører at netto driftsresultat øker med mellom 40 – 50 millioner NOK årlig. I forhold til tallenes opprinnelig størrelse anses dette uvesentlig. Hovedformålet med justeringene var imidlertid å justere balanseverdien slik at de kommende rentabilitetsberegningene skal bli mest mulige korrekte. De endelige omgrupperte balansene som fremstilles nedenfor viser at balansejusteringene medfører en økning i netto driftseiendeler på 2 478 millioner NOK, hvilket utgjør en økning på omtrent 10 %. Samtidig øker egenkapitalen med 1 542 millioner NOK, hvilket gir en økning på omtrent 5 %. Det kan vurderes om dette er vesentlig nok til at det var nødvendig å utføre disse justeringene. Kun for Orkla ville det kanskje ikke vært det. Et sentralt poeng ved justeringene har vært at vi har utført de samme justeringene i bransjeregnskapene. Blant flere av bransjeselskapene har effektene av justeringene gitt vesentlig større utslag enn tilsvarende for Orkla. Vi har dermed likevel valgt å utføre disse justeringene for alle selskap slik at ikke et selskaps rentabilitet skal bli over- eller undervurdert i forhold til et annets som følge av manglende balanseføring.

5.5 Endelig resultatregnskap, balanse og kontantstrøm

Omgruppert og justert resultatregnskap				
Beløp i mill. NOK	2011	2012	2013	2014
Driftsinntekter	26 152	25 906	29 087	29 599
Varekostnader	-12 786	-12 609	-14 382	-14 406
Lønnskostnader	-5 015	-4 772	-5 553	-5 779
Andre driftskostnader	-4 075	-3 998	-4 500	-4 354
Av- og nedskrivning varige driftsmidler	-1 385	-1 507	-1 853	-1 791
Driftsresultat fra egen virksomhet	2 891	3 020	2 799	3 269
Driftsrelatert skattekostnad	746	779	722	843
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	2 145	2 241	2 077	2 426
Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	-	-	-	-
Netto driftsresultat	2 145	2 241	2 077	2 426
Netto finansinntekt	915	781	299	154
Nettoresultat til sysselsatt kapital	3 061	3 022	2 375	2 580
Netto finanskostnad	-572	-538	-472	-380
Netto minoritetsresultat	-48	8	-75	-54
Nettoresultat til egenkapital	2 440	2 492	1 829	2 146
Unormalt netto driftsresultat	-1 238	-1 253	1 173	504
Unormalt netto finansresultat	-6 755	-1 532	-208	300
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	-5 553	-293	2 794	2 950
Netto betalt utbytte	-7 748	-2 962	-2 496	-2 370
Endring i egenkapital	-13 301	-3 255	298	580

Tabell 5-7: Endelig omgruppert resultatregnskap Orkla 2011 – 2014 etter justering av målefeil

Omgruppert og justert balanse				
Beløp i mill. NOK	2011	2012	2013	2014
Driftsrelaterte anleggsmidler	19 961	20 661	27 576	27 422
Driftsrelaterte omløpsmidler	8 966	8 325	9 780	10 115
Driftsrelaterte eiendeler	28 927	28 986	37 355	37 536
Finansielle anleggsmidler	4 267	3 663	11 018	13 026
Finansielle omløpsmidler	36 340	28 184	7 081	2 889
Finansielle eiendeler	40 607	31 847	18 099	15 915
Sum eiendeler	69 534	60 833	55 455	53 452
Egenkapital majoritet	34 978	31 723	32 021	32 601
Minoritetsinteresser	280	258	301	245
Egenkapital konsernet	35 258	31 981	32 322	32 846
Langsiktig driftsrelatert gjeld	3 595	4 158	4 118	4 561
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	6 614	5 762	6 210	6 001
Driftsrelatert gjeld	10 209	9 920	10 328	10 562
Finansiell gjeld	24 067	18 932	12 805	10 044
Egenkapital og gjeld	69 534	60 833	55 455	53 452

Tabell 5-8: Endelig omgruppert balanse Orkla 2011 – 2014 etter justering av målefeil

Sysselsatt kapital				
Beløp i mill. NOK	2011	2012	2013	2014
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	16 366	16 503	23 458	22 861
Driftsrelatert arbeidskapital	2 352	2 563	3 570	4 114
Netto driftseiendeler	18 718	19 067	27 028	26 975
Finansielle eiendeler	40 607	31 847	18 099	15 915
Sysselsatte eiendeler	59 325	50 913	45 127	42 890
Egenkapital majoritet	34 978	31 723	32 021	32 601
Minoritetesinteresser	280	258	301	245
Finansiell gjeld	24 067	18 932	12 805	10 044
Sysselsatt kapital	59 325	50 913	45 127	42 890

Tabell 5-9: Sysselsatt kapital – Orkla 2011 – 2014, basert på endelig omgruppert balanse

Netto driftskapital				
Beløp i mill. NOK	2011	2012	2013	2014
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	16 366	16 503	23 458	22 861
Driftsrelatert arbeidskapital	2 352	2 563	3 570	4 114
Netto driftseiendeler	18 718	19 067	27 028	26 975
Egenkapital majoritet	34 978	31 723	32 021	32 601
Minoritetesinteresser	280	258	301	245
Netto finansiell gjeld	-16 540	-12 915	-5 294	-5 872
Netto driftskapital	18 718	19 067	27 028	26 975

Tabell 5-10: Netto driftskapital – Orkla 2011 – 2014, basert på endelig omgruppert balanse

Basert på det omgrupperte og justerte resultatet utarbeides en kontantstrømoppstilling som viser fri kontantstrøm fra drift, til sysselsatt kapital og til egenkapital.

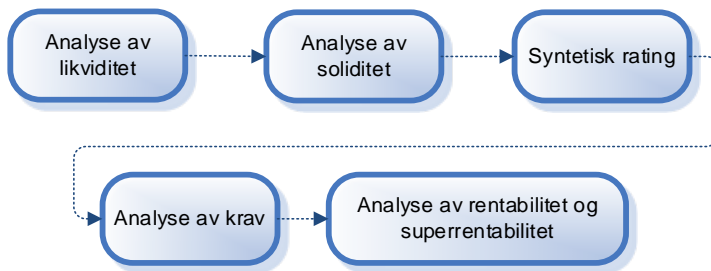
Fri kontantstrøm			
Beløp i mill. NOK	2012	2013	2014
Netto driftsresultat	2 241	2 077	2 426
+ Unormalt netto driftsresultat	-1 253	1 173	504
- Endring i netto driftseiendeler (- = økning)	-348	-7 961	53
= Fri kontantstrøm fra drift	639	-4 711	2 982
+ Netto finansinntekter	781	299	154
+ Unormale netto finansinntekter	-1 532	-208	300
- Endring i finansiell eiendeler (- = økning)	8 761	13 747	2 184
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	8 649	9 127	5 621
- Netto finanskostnader	-538	-472	-380
+ Endring i finansiell gjeld (+ økning)	-5 135	-6 127	-2 761
- Netto minoritetsresultat	8	-75	-54
+ Endring i minoritetsinteresser (+ økning)	-22	43	-56
= Fri kontantstrøm til egenkapitalen	2 962	2 496	2 370

Tabell 5-11: Fri kontantstrøm Orkla 2012-2014

5.6 Bransjeregnskap

Bransjeregnskapet benyttes som sammenligningsgrunnlag videre i regnskapsanalysen. En problemstilling er om bransjeregnskapet skal inkludere Orkla eller kun bestå av de sammenlignbare selskapene. Grunnet størrelsesforskjellen mellom Orkla og bransjen får denne problemstillingen imidlertid liten praktisk betydning. Orklas omsetning utgjør for eksempel kun 1,5 % av total omsetning i bransjeregnskapet i 2014. Tilsvarende utgjør Orklas eiendeler kun 1,6 % av eiendelenes totale verdi i bransjeregnskapet. Vi har valgt å inkludere Orkla i bransjeregnskapet, men grunnet de nevnte størrelsesforskjellene blir analysene i liten grad påvirket av dette valget. Bransjeregnskapet er utarbeidet ved at hvert enkelt selskaps regnskap først er regnet om til norske kroner basert på sluttkurs mot presentasjonsvaluta på balansedagen. Videre er det gjort en gjennomgang av regnskapene lik den som er gjort for Orkla, hvor vesentlige justeringer for normalisering er gjennomført, samt justeringer for målefeil. Avslutningsvis er disse oppstillingene summert sammen til et samlet bransjeresultat og balanse. Oppstilling over bransjetall er vedlagt i appendix tabell 15-11 og 15-12.

5.7 Rammeverk for forholdstallsanalyse



Figur 5-2: Rammeverk for forholdstallsanalyse¹¹¹

De neste kapitlene i denne verdsettelsen vil knytte seg til forholdstallsanalyse. I kapittel 6 vil det bli foretatt en risikoanalyse. Denne risikoanalysen vil bestå av en analyse av Orklas likviditet og soliditet som så oppsummeres i en syntetisk rating. Etter dette vil avkastningskravet som er en målestokk for rentabilitet bli analysert. Her vil blant annet den syntetiske ratingen fra kapittelet før bli benyttet til prising av kredittrisiko i lånerenten som en del av kravet til finansiell gjeld. Deretter vil det i kapittel 8 bli foretatt en strategisk rentabilitetsanalyse hvor de identifiserte avkastningskravene vil være en sentral del av analysen.

¹¹¹ Knivsflå, K. H. (2015)

6 Analyse av risiko

Ved analyse av risikoen til et selskap må det skilles mellom risikoen til eierne og risikoen til kreditorene. Kilden til risiko for en investor kan defineres som forskjellen mellom faktisk avkastning på en investering og forventet avkastning på den samme investeringen over en gitt tidsperiode.¹¹² Det kan være mange grunner til at faktisk avkastning avviker fra den forventede, og disse kan grupperes inn i to kategorier: firmaspesifikke og markedsspesifikke risikoer.¹¹³ For en perfekt diversifisert investor, som har spredd investeringene på flere investeringsobjekter og dermed redusert totalrisikoen til porteføljen, vil i utgangspunktet kun den markedsspesifikke risikoen være relevant. Avkastningskravet til en investor vil behandles i neste kapittel.

For en kreditor er risikoen knyttet til faren for at debitor misligholder avdrag på lån pluss avtalte rentebetalinger helt eller delvis, for eksempel gjennom gjeldsforhandling eller konkurs. Kreditors risiko er dermed knyttet til sannsynligheten for at kreditor vil motta renter og avdrag som er lavere enn de kontraktsfestede. Samtidig har kreditor i utgangspunktet ikke noen mulighet for oppside siden inntjening er begrenset til avtalte renter og gebyrer. Kredittrisikoen er derfor en katastroferisiko som omhandler faren for tap. På grunn av dette er den firmaspesifikke risikoen svært relevant for kreditor. Til forskjell fra investoren har ikke kreditoren samme mulighet til å redusere den firmaspesifikke risikoen på en slik måte at det kun gjenstår markedsrisiko. En kreditor kan gjennom kredittvurdering og estimering av kredittrisiko styre hvilke kunder som inngår i porteføljen på en slik måte at det forventede tapet blir på et akseptabelt nivå. Samtidig kan kreditor redusere volatiliteten i porteføljen gjennom å øke antall kunder. Prisingen av kredittrisiko avhenger av sannsynligheten for konkurs og tapsprosenten ved en eventuell konkurs. Kredittrisikoen kan analyseres gjennom en forholdstallanalyse som vil være grunnlaget for en kredittvurdering. Ved å bruke forholdstall vil man bedre kunne sammenligne selskap av forskjellig størrelse. En analyse av regnskapstall og forholdstall kan fungere som faresignal som kan varsle om finansiell krise og konkurs.¹¹⁴ En analyse av kredittrisikoen vil også gi verdifull innsikt som vil være nyttig i verdsettelsen.

I dette kapitlet vil vi analysere kredittrisikoen basert på forholdstall som oppsummeres i en syntetisk rating. Denne ratingen vil igjen brukes for beregning av kreditors avkastningskrav i

¹¹² Damodaran, A. (2012)

¹¹³ Damodaran, A. (2012)

¹¹⁴ Knivsflå, K. H. (2015)

neste kapittel. Ettersom kreditorer er mest opptatte av sannsynligheten for tap på lånene sine vil de ønske å justere regnskapet slik at det viser driftsmidler med riktig historisk kost ved avvikling og finansposter til salgsverdi eller virkelig verdi.¹¹⁵ Regnskapene er i utgangspunktet kreditororienterte og de utførte justeringene knyttet til balanseføring av FoU og merkevarekapital vil nok ikke være akseptable i et kreditorperspektiv. Siden det ikke vil være hensiktsmessig å benytte flere sett med justerte regnskap velger vi likevel å benytte oss av de justerte og omgrupperte regnskapene videre i analysene. Ettersom justeringene som er utført gir en risiko for at soliditeten blir overvurdert vil det i vurderingen av egenkapitalprosent likevel bli benyttet ujusterte tall.

Forholdstallene kan baseres på fullstendige eller normaliserte grunnlag. De fullstendige vil variere mer enn de normaliserte og vil derfor vise historisk risiko best. Samtidig er normaliseringen av regnskapet gjort for å få frem de relevante forholdene som benyttes for å se fremover. Dermed er normaliserte forholdstall de mest relevante i forhold til konkursprediksjon, prognosering og kredittvurdering.¹¹⁶ Det vil også bli regnet ut tidsvektet snitt for forholdstallene. Siden de siste års regnskap regnes som mer relevant for fremtiden enn de første i perioden, og Orklas satsing mot å bli et rendyrket merkevareselskap var i startfasen i 2011, vil de siste årene vektlegges høyest. Vektene er satt til 15 % i 2011, 20 % i 2012, 30 % i 2013 og 35 % i 2014 der hvor det brukes vekt av 4 år, og 25 % i 2012, 35 % i 2013 og 40 % i 2014 der hvor snittet er basert på 3 år. Vi vil også for analyseperioden vurdere forholdstallenes utvikling over tid og sett opp mot bransjen.

6.1 Analyse av kortsiktig risiko – Likviditetsanalyse

En analyse av likviditet gjøres for å vurdere om selskapet har likvide midler til å kunne gjøre opp for sine krav etter hvert som de forfaller. Likviditetsrisiko er dermed risikoen for at selskapet på kort sikt ikke klarer å betale sine krav etter hvert som de forfaller. I likviditetsanalysen vil gjeldsdekningen i balansen bli analysert gjennom likviditetsgrad 1 og 2. Det vil også gjennomføres en vurdering av gjeldsdekningen gjennom resultat og kontantstrøm ved en analyse av rentedekningsgrad og en kontantstrømsanalyse. Til sist ser vi også kort på gjeldsdekningen i fremtiden gjennom en vurdering av evnen til rente og avdragsdekning fremover.

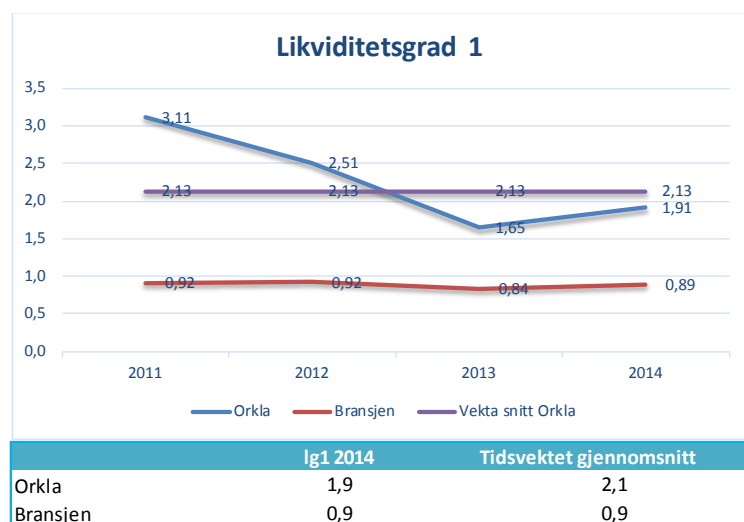
¹¹⁵ Knivsflå, K. H. (2015)

¹¹⁶ Knivsflå, K. H. (2015)

6.1.1 Likviditetsgrad 1 og 2

Likviditetsgrad 1 sier noe om selskapets evne til å betale den kortsiktige gjelden sin med omløpsmidlene.

$$lg1 = \frac{\text{omløpsmidler (OM)}}{\text{kortsiktig gjeld (KG)}}$$



Figur 6-1: Likviditetsgrad 1

Fra tabellen fremkommer det at Orkla i analyseperioden har hatt en kraftig reduksjon i likviditetsgrad 1, imidlertid er den i hele perioden over bransjen. En mye brukt tommelfingerregel er at likviditetsgrad 1 burde være minst 2, men denne bør også sammenlignes mot bransjen. Det vektete snittet til Orkla er over begge disse sammenligningsgrunnlagene, og i 2014 er den rett under 2.

Likviditetsgrad 1 kan så dekomponeres i henhold til den omgrupperte balansen, hvilket gir følgende uttrykk.

$$lg1 = \frac{(\text{driftsrelaterte OM (DOM)} + \text{finansielle OM (FOM)})}{(\text{driftsrelatert KG (DKG)} + \text{finansiell KG (FKG)})}$$

Fra denne kan vi utlede likviditetsgrad 2. Dette er et forholdstall for å se på evnen de mest likvide omløpsmidlene har til å dekke kortsiktig gjeld. Her er det forskjellige løsninger på definisjonen av de mest likvide omløpsmidlene. Tradisjonelt er dette omløpsmidler fratrukket varelager. En annen løsning er å benytte finansielle omløpsmidler som de mest likvide. Grunnlaget for dette er at en virksomhet anses å kunne kvitte seg med disse omløpsmidlene uten å skade driften. Dette gir følgende uttrykk for likviditetsgrad 2.

$$lg2 = \frac{FOM}{(DKG + FKG)}$$

Dette gir igjen følgende sammenheng mellom likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2.¹¹⁷

$$lg1 = \frac{DOM}{DKG} \times \frac{DKG}{(DKG + FKG)} + lg2$$

Dekomponert likviditetsgrad 1	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt	
					Orkla	Bransjen
Driftsrelatert likviditetsgrad	1,36	1,44	1,57	1,69	1,55	0,97
* vekt DKG i forhold til KG	0,45	0,40	0,61	0,88	0,64	0,67
+ likviditetsgrad 2	2,49	1,94	0,69	0,42	1,12	0,23
= Likviditetsgrad 1	3,11	2,51	1,65	1,91	2,13	0,88

Tabell 6-1: Dekomponert likviditetsgrad 1

Dette gir en bedre fremstilling for å sammenligne Orkla med bransjen. Den driftsrelaterte likviditetsgraden har en jevn økning i perioden, og er vesentlig bedre enn vektet bransjesnitt. Dette er en styrke for Orkla og samsvarer med vår vurdering i kapittel 4. Vektingen av driftsrelatert kortsiktig gjeld (DKG) mot total kortsiktig gjeld har økt betraktelig og i 2014 er store deler av den kortsiktige gjelden knyttet til driften. Store deler av variasjonen i likviditetsgrad 1 stammer fra likviditetsgrad 2, og denne har en motsatt utvikling av likviditetsgrad 1. Tommelfingerregelen er at likviditetsgrad 2 burde være minst 1. Den er over dette i de to første årene av analysen, men faller godt under i de siste to årene. Vi finner det sannsynlig at likviditetsgrad 2 og dermed likviditetsgrad 1 kan være kunstig høy i årene 2011 – 2012 grunnet mye diskontinuerlig virksomhet. Derfor vil denne bli dekomponert ytterligere. I den omgrupperte balansen er finansielle omløpsmidler (FOM) = kortsiktige investeringer (ki) + kontanter ol. (ko) + diskontinuerlig virksomhet (dv). Dette gir følgende sammenheng:

$$lg2 = \frac{(ki + ko)}{KG} + \frac{(dv)}{KG}$$

Dekomponert likviditetsgrad 2	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt	
					Orkla	Bransjen
(ki+ko)/KG	0,72	0,71	0,23	0,42	0,47	0,20
dv/KG	1,77	1,22	0,46	0,00	0,65	0,03
Likviditetsgrad 2	2,49	1,94	0,69	0,42	1,12	0,23

Tabell 6-2: Dekomponert likviditetsgrad 2

Tabellen viser at hoveddelen av reduksjonen i likviditetsgrad 2 som forventet skyldes ikke videreført virksomhet. Denne effekten forsterkes av justeringene mot posten som ble gjort i forbindelse med omgrupperingen av Orklas balanse. De øvrige finansielle omløpsmidlene fikk en reduksjon mellom 2012 og 2013. Dette fremkommer som en følge av at Orkla gjorde store oppkjøp i 2013 samtidig som de opprettholdt utdeling av utbytte på samme nivå som

¹¹⁷ Knivsflå, K. H. (2015)

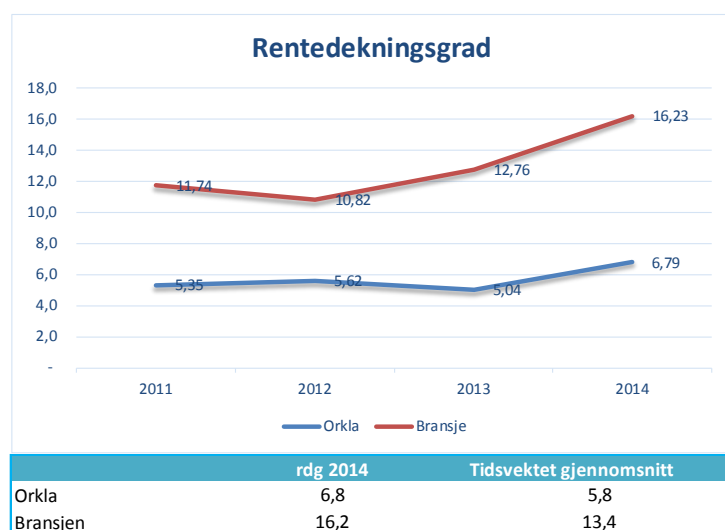
tidligere år. Økningen i de øvrige finansielle omløpsmidlene mellom 2013 og 2014 bidrar til å holde likviditetsgrad 2 godt over bransjesnittet i 2014.

Ved den tradisjonelle måten å regne ut likviditetsgrad 2 hvor det også inkluderes driftsrelaterte kontanter og kundefordringer, ville denne vært over 1 i alle perioder utenom 2013. Orkla har en noe lav likviditetsgrad 2 basert på den alternative metoden når effekten av diskontinuerlig virksomhet forsvinner. Riktignok er den bedre enn bransjen og basert på en totalvurdering tilsier dette at selskapet har en sunn kortsiktig finansiell situasjon.

6.1.2 Rentedekningsgrad (rdg) gjennom nettoresultatet

Rentedekningsgrad er et forholdstall som sier noe om hvor mange ganger rentekostnaden til selskapet kan dekkes av resultatet fra sysselsatt kapital. En utfordring med dette tallet er at det ikke hensyntar avdrag på lån, men kun rentekostnadene.

$$rdg = \frac{(NDR + NFI)}{NFK}$$



Figur 6-2: Rentedekningsgrad

Orkla har en svak tendens til økning i rentedekningsgrad gjennom perioden og er stabilt god. Samtidig er de ganske langt unna nivået til bransjen som i tillegg har hatt en sterkere økning i perioden enn Orkla.

6.1.3 Kontantstrømanalyse

Basert på oppstillingen av fri kontantstrøm i kapittel 5 kan det settes opp en kontantstrøm som fokuserer på de finansielle eiendelene:¹¹⁸

¹¹⁸ Knivsflå, K. H. (2015)

Kontantstrøm fokusert på finansielle eiendeler				
Beløp i mill. NOK	2011	2012	2013	2014
Netto driftsresultat		2 241	2 077	2 426
+ Unormal netto driftsresultat		-1 253	1 173	504
- endring i netto driftseiendeler		-348	-7 961	53
= Fri kontantstrøm fra drift		639	-4 711	2 982
- Netto finanskostnad		-538	-472	-380
+ Endring i netto finansiell gjeld		-5 135	-6 127	-2 761
- Netto minoritetsresultat		8	-75	-54
+ Endring i minoritetsinteresser		-22	43	-56
= Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift		-5 048	-11 342	-268
- Netto betalt utbytte		-2 962	-2 496	-2 370
= Fri kontantstrøm til finansiell investering		-8 010	-13 838	-2 638
+ Netto finansinntekt		781	299	154
+ Unormal netto finansinntekt		-1 532	-208	300
= Kontantstrøm til finansiell investering		-8 761	-13 747	-2 184
+ inngående finansiell eiendeler		40 607	31 847	18 099
= Utgående finansiell eiendeler	40 607	31 847	18 099	15 915
Fordelt på: Kontanter	5 024	6 800	1 339	2 133
Fordringer	959	892	665	724
Investeringer, eks. diskontinuerlig	8 810	6 372	11 404	13 036
Diskontinuerlig virksomhet	25 814	17 783	4 691	22

Tabell 6-3: Kontantstrøm fokusert på finansielle eiendeler – Orkla

Kontantstrømmen viser at med unntak av 2013 genererer driften en positiv kontantstrøm. I dette året ble oppkjøpet av Rieber & Søn gjennomført hvilket medførte en større økning i netto driftseiendeler. Samtidig reduseres de finansielle eiendelene gjennom hele perioden. En av grunnene til dette er at kontantbeholdningen har gått mye ned i perioden. Sammen med dette står reduksjonen i diskontinuerlig virksomhet for store deler av nedgangen. Det er også i hele perioden både betalt ut utbytte og netto betalt ned på finansiell gjeld, hvilket medfører at investeringen i driftsrelatert virksomhet i 2013 er delvis finansiert av salg av andre deler av virksomheten samt reduksjon i kontanter. Videre opplyser Orkla at de ikke har noen låneavtaler med spesielle lånevilkår knyttet til finansielle nøkkeltall (covenants) som gjør at langsiktig gjeld kan forfalle øyeblikkelig.¹¹⁹

6.1.4 Gjeldsdekning fremover

Gjeldsdekning fremover analyserer faren for likviditetskrise i nær fremtid. I denne analysen vurderes likvider i dag og likvider som vil komme i fremtiden mot finansielle krav som forfaller på kort sikt. For et worst case scenario forutsettes det i analysen ingen likvide midler fra sysselsatt kapital det neste året. Dette medfører at driften bidrar til å dekke driftsrelatert gjeld, men ingenting mer.

¹¹⁹ Orkla, Årsrapport 2013

Dekning av renter og avdrag et år frem i tid uten bidrag fra sysselsatt kapital	
Finansielle omløpsmidler	2 889
/ Gjeld og avdrag neste år + rente på LG 5%	1 264
Dekningsgrad worst case	2,29

Tabell 6-4: Kortsiktig gjeldsdekning fremover fra 2014 – Orkla

Dekningsgraden viser at de finansielle omløpsmidlene dekker over to ganger et estimert beløp for neste års avdrag og renter på den finansielle gjelden samt annen kortsiktig finansiell gjeld. Foreslått utbytte er holdt utenfor. Dette medfører at Orkla har en tilfredsstillende gjeldsdekning fremover i tid. I tillegg har Orkla finansielle anleggsmidler i de tilknyttede selskapene som det anses sannsynlig at vil kunne realiseres ved en eventuell likviditetsskvis i fremtiden.

6.1.5 Oppsummering likviditetsanalyse

Likviditetsanalysen viser at Orkla har en god likviditet, og selv med en redusert likviditetsgrad 2 og kontantbeholdning er de bedre rustet enn bransjen. Bransjen har likviditetsgrader som er noe lave, mens Orkla har solide forholdstall her. Rentedekningsgraden er god, men lavere enn bransjen. Orkla har redusert gjelden sin gjennom hele perioden og evner med unntak av 2013 å skape positiv kontantstrøm fra drift. Det er ingen indikasjoner på at Orkla i nærmeste fremtid vil havne i en likviditetsskvis med fare for konkurs.

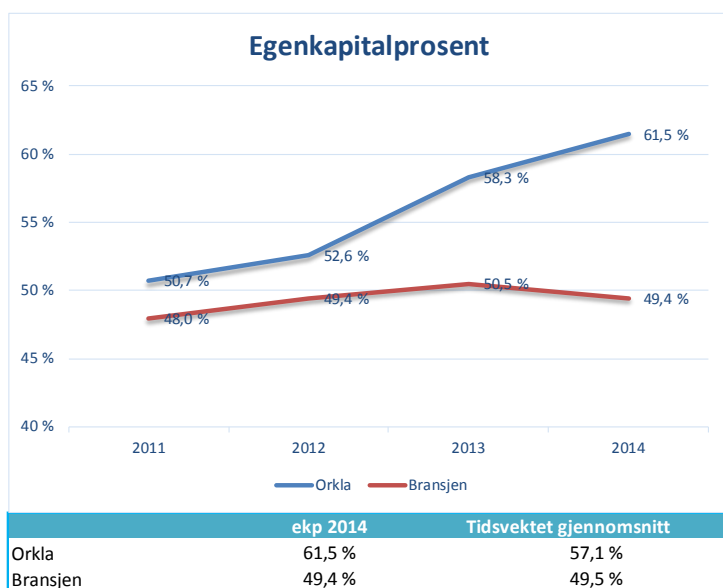
6.2 Analyse av langsiktig risiko – Soliditetsanalyse

Analysen av den langsiktige risikoen gjøres for å kartlegge hvordan selskapets økonomiske ressurser takler fremtidige dårlige tider med tap. Soliditetsrisiko er risikoen for at selskapets finansiering ikke klarer å stå imot en lengre periode med tap. Forholdstall som vil vurderes er egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Det vil også bli satt opp en finansieringsmatrise som viser kapitalstrukturen til Orkla og bransjen.

6.2.1 Egenkapitalprosent (ekp)

Eventuelle tap vil bli ført mot egenkapitalen og går derfor i første omgang på eiernes hånd. Dette medfører at høy egenkapital i forhold til total kapitalen gjør at kreditorene i første omgang vil holdes skjermet fra eventuelle tap. Egenkapitalprosenten er derfor et viktig forholdstall i soliditetsanalysen og fremkommer ved egenkapital dividert på total kapital.

$$ekp = \frac{EK}{TK}$$



Figur 6-3: Egenkapitalprosent

Orklas egenkapitalandel har en positiv utvikling gjennom analyseperioden. Dette skyldes i stor grad reduksjon av totalkapitalen da egenkapitalen i beløpsstørrelse er relativt stabil.

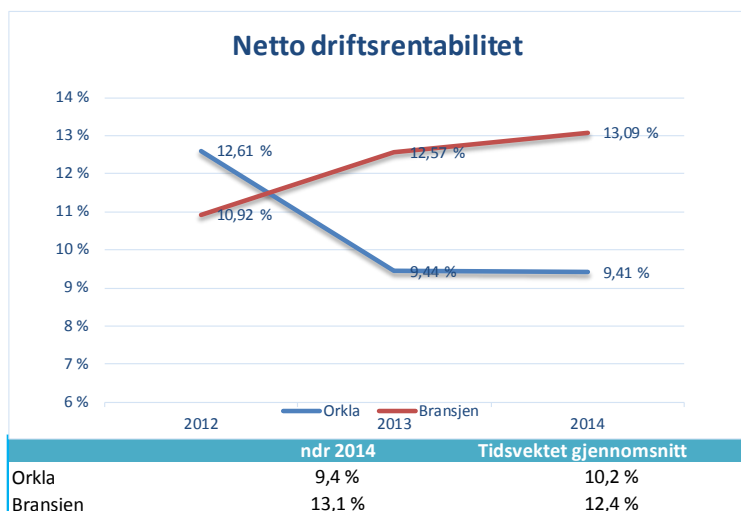
Bransjen har en stabil egenkapitalprosent på mellom 48 og 50 %, mens Orkla er over dette i hele perioden. Basert på dette forventes det at Orkla har ressurser til å tåle lengre perioder med tap.

6.2.2 Netto driftsrentabilitet (ndr)

I en soliditetsanalyse vil også selskapets lønnsomhet være viktig å vurdere. På den ene siden måler egenkapitalprosenten selskapets evne til å stå imot tap. Lønnsomheten vil derimot vise i hvor stor grad det vil være behov for denne egenkapitalbufferen, og analysen vil gi innsikt knyttet til sannsynligheten for at selskapet vil oppleve perioder med tap. Rentabilitet uttrykker avkastningen på investert kapital og fungerer derfor bra som målestokk mellom selskap, og for å vurdere utviklingen over tid. I denne analysen vil netto driftsrentabilitet vurderes, hvor netto driftsresultat blir sett mot en gjennomsnittlig kapital for perioden. Formelen for netto driftsrentabilitet kan uttrykkes slik.¹²⁰

$$ndr_t = \frac{NDR_t}{NDE_{t-1} + \frac{\Delta NDE_t - NDR_t}{2}}$$

¹²⁰ Knivsflå, K. H. (2015)



Figur 6-4: Netto driftsrentabilitet

Utviklingen til Orklas netto driftsrentabilitet er dårligere enn bransjens, og er blitt mye svakere fra 2013 enn både året før og mot bransjen. Grunnet en vesentlig økning i netto driftseiendeler som følge av oppkjøpet av Rieber & Søn i 2013, uten en tilsvarende økning i netto driftsresultat har driftsrentabiliteten blitt redusert. Bransjen har en positiv utvikling, med et vektet snitt som er 2,2 % høyere enn Orklas. Rentabiliteten vil bli vurdert nærmere i kapittel 8.

6.2.3 Finansieringsmatrise

En finansieringsmatrise er en statisk oppstilling som viser hvordan et selskap er finansiert på et gitt tidspunkt. Vertikalt er anleggsmidlene fordelt på drift og finans øverst, før omløpsmidlene følger under med samme fordeling. Horisontalt er finansieringskildene rangert etter risiko på kapitalen fra venstre til høyre. Finansieringsrisikoen vil være mindre jo raskere man kommer til den nederste linjen, hvilket vil tilsa at en større andel av eiendelene er finansiert med langsiktig kapital. Nedenfor følger finansieringsmatriser for 2014 for Orkla og bransjen.

ORKLA	EK	MI	LDG	LFG	DKG	FKG	Totale eiendeler
DAM	100 %	-	-	-	-	-	51 %
FAM	40 %	2 %	35 %	23 %	-	-	24 %
DOM	-	-	-	61 %	39 %	-	19 %
FOM	-	-	-	-	72 %	28 %	5 %
TK	61 %	0 %	9 %	17 %	11 %	2 %	100 %

Tabell 6-5: Finansieringsmatrise 2014 – Orkla

BRANSJE	EK	MI	LDG	LFG	DKG	FKG	Totale eiendeler
DAM	63 %	1 %	19 %	17 %	0 %	-	77 %
FAM	-	-	-	-	100 %	-	2 %
DOM	-	-	-	-	91 %	9 %	14 %
FOM	-	-	-	-	-	100 %	6 %
TK	49 %	1 %	15 %	13 %	16 %	7 %	100 %

Tabell 6-6: Finansieringsmatrise 2014 - bransjen

Orkla har finansiert hele de driftsrelaterte anleggsmidlene (DAM) og 42 % av de finansielle anleggsmidlene (FAM) med egenkapital og minoritetsinteresser. Videre er de finansielle anleggsmidlene fullt ut finansiert med den langsiktige gjelden. Langsiktig finansiell gjeld (LFG) finansierer også over halvparten av de driftsrelaterte omløpsmidlene (DOM), og allerede ved den kortsiktige driftsrelaterte gjelden (DKG) er store deler av de finansielle omløpsmidlene (FOM) finansiert. Til sammenligning dekker egenkapitalen for bransjen bare 63 % av de driftsrelaterte anleggsmidlene, og disse blir ikke fullfinansiert før det er begynt å bruke av kortsiktig driftsrelatert gjeld. Bransjen har imidlertid en høyere andel av driftsrelaterte anleggsmidler enn Orkla, og om man ser på anleggsmidlene samlet er forholdet mot totalkapitalen mer likt. Riktignok har Orkla 4 % lavere andel av anleggsmidler mot totalkapitalen enn bransjen. Orkla har lavere andel kortsiktig gjeld enn bransjen, og har finansiert deler av de driftsrelaterte omløpsmidlene med langsiktig gjeld, noe som underbygger at Orkla har en god finansiering og en god finansiell posisjon både sett individuelt og mot bransjen.

6.2.4 Oppsummering soliditetsanalyse

Orkla har en stabilt god egenkapital, som er bedre enn bransjen. Netto driftsrentabilitet var bedre enn bransjen i første år av analyseperioden, men falt i 2013 og indikerer at oppkjøp dette året ikke har gitt god avkastning med en gang. Orklas finansiering anses likevel etter en helhetsvurdering meget bra. Oppsummert er Orklas soliditet sterk og selskapet har ressurser til å takle en lengre periode med tap.

6.3 Oppsummering – Syntetisk rating

Risikoanalysen kan oppsummeres gjennom en karakter/rating på kredittrisikoen. Store børsnoterte selskaper gis normalt en rating utarbeidet av ratingbyråer som Standard & Poor's og Moody's. Orkla er ikke gitt noen offisiell rating fra disse, men er basert på 2013 regnskapet gitt en rating på B1 fra Forvalt.no,¹²¹ hvilket tilsvarer en rating på BBB fra S&P. Derimot er de sammenlignbare selskapene ratet av blant annet S&P og er gitt ratinger fra BBB til AA

¹²¹ Proff Forvalt, *Firmainformasjon*

minus.¹²² I denne vurderingen vil det bli fastsatt en syntetisk rating for Orkla og bransjen basert på S&P's modell. Den endelige ratingen gir med grunnlag i statistikk et estimat på konkurssannsynlighet og tapsprosent. Oppsett for ratingen og estimat for konkurssannsynlighet vises i tabell 15-13 i appendix og ratingen går fra AAA som er best til D som er dårligst. Fire av forholdstallene som er vurdert ovenfor benyttes for å finne et bilde på hvilken rating som er passende, hvor disse vil vektet likt. Endelig rating settes skjønnsmessig basert på den forståelsen vi har for selskapet og bransjen.

Orkla	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Likviditetsgrad 1	3,110	2,508	1,647	1,911	2,131
Rentedekningsgrad	5,347	5,619	5,036	6,794	5,814
Egenkapitalprosent	0,507	0,526	0,583	0,615	0,571
Netto driftsrentabilitet	-	0,126	0,094	0,094	0,102
Likviditetsgrad 1	A	A-	BBB-	BBB+	BBB+
Rentedekningsgrad	A+	AA-	A+	AA	AA-
Egenkapitalprosent	BBB+	BBB+	A-	A-	A-
Netto driftsrentabilitet	-	BBB+	BBB	BBB	BBB
Samlet vurdering	A-	A-	BBB+	A-	A-

Tabell 6-7: Rating Orkla

Bransjen	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Likviditetsgrad 1	0,915	0,918	0,841	0,886	0,883
Rentedekningsgrad	11,735	10,817	12,761	16,229	13,432
Egenkapitalprosent	0,480	0,494	0,505	0,494	0,495
Netto driftsrentabilitet	-	0,109	0,126	0,131	0,124
Likviditetsgrad 1	B	B	B-	B	B
Rentedekningsgrad	AAA-	AA+	AAA-	AAA-	AAA-
Egenkapitalprosent	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Netto driftsrentabilitet	-	BBB+	BBB+	A-	BBB+
Samlet vurdering	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+

Tabell 6-8: Rating bransjen

I den samlede vurderingen får Orkla en gjennomsnittlig rating på A-, mens bransjen får en rating på BBB+. Dette medfører at Orklas konkurssannsynlighet er estimert til 0,13 % mens bransjens samlede konkurssannsynlighet er estimert til 0,22 %. Både Orkla og bransjen har dermed en svært lav konkurrisiko. Fra tabell 15-13 i appendix ser vi at en kredittrating på A- tilsvarer en kortsiktig kredittrisikopremie på omtrent 0,7 % og en langsiktig kredittrisikopremie på omtrent 1,1 %. Disse størrelsene er etter skatt premier, og ved en omregning hvor skatteeffekten fjernes blir premiene på henholdsvis 0,96 % og 1,51 %. Ved sammenligning med markedets prising av Orklas utstedte obligasjonslån ser vi at obligasjoner

¹²² Standard & Poor's, Rating Services

med forfall henholdsvis i år 2017 og 2024 har en effektiv rente på 1,31 %¹²³ og 2,41 %¹²⁴ per 18.3.15. I sammenligningen tar vi utgangspunkt i risikofri rente og legger til den estimerte kredittrisikopremien. Som risikofri rente benyttes 12 måneders statskasseveksler fra Norges Bank.¹²⁵ Per 18.3.15 er denne renten på 0,66 %. Med et påslag på 0,96 % gir dette en rente på 1,62 %. Dette er noe høyere enn markedets prising på 1,31 % for den kortsiktige obligasjonen. Med et påslag på 1,51 % får vi en rente på 2,17 % hvilket er noe lavere enn markedets prising på 2,41 % for den langsiktige obligasjonen. Ved en nærmere gjennomgang av obligasjonens historiske utvikling ser vi at disse har vært priset både lavere og høyere i analyseperioden. Vi anser det dermed som rimelig at mindre avvik vil forekomme. Basert på en helhetsvurdering kommer vi til at en rating på A- er rimelig.

¹²³ Oslo Børs, *Obligasjon ORK10*

¹²⁴ Oslo Børs, *Obligasjon ORK80*

¹²⁵ Norges Bank, *Statsobligasjoner daglige noteringer*

7 Historiske avkastningskrav

7.1 Litt teori for avkastningskrav

Virksomheter innhenter kapital fra både egenkapitalinvestorer og långivere for å kunne finansiere investeringer. Investorer og långivere som tilbyr kapital vil kreve avkastning på den investerte kapitalen. Avkastningen som kreves av investorer vil være en funksjon av risikofri avkastning som er mulig å oppnå justert for en risikopremie, hvor risikopremien måler hva investorer krever som premie for å investere i risikable investeringer fremfor risikofrie. Tilsvarende vil långivere kreve en risikopremie for konkurrisikoen i avkastningskravet. Sammensetningen av selskapets finansieringskostnad vil dermed være et vektet gjennomsnitt av egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden. Denne modellen er kjent som weighted average cost of capital (WACC) og vil vise kapitalkostnaden.¹²⁶

I verdsettelse av selskaper benyttes det et avkastningskrav for å komme frem til nåverdien av forventede fremtidige kontantstrømmer.¹²⁷ Avkastningskravet vil dermed bli benyttet som diskonteringsrente i verdsettelsen av selskapet. I tillegg vil avkastningskravet også fungere som en målestokk for selskapets oppnådde historiske rentabilitet. Dersom selskapet oppnår en avkastning over kravet anses investorenes investering som lønnsom, mens den anses som ulønnsom dersom oppnådd avkastning er mindre enn kravet.

7.2 Egenkapitalkrav

Det eksisterer flere modeller for å beregne egenkapitalkravet. Kjente modeller er blant annet Capital Asset Pricing Model (CAPM), Arbitrage Pricing Model (APM) og Multifactor Models for Risk and Return. Forutsatt at investorer er diversifiserte vil risikoen ved egenkapitalinvesteringer knytte seg til den risikoen som ikke lar seg diversifisere bort, det vil si den systematiske risikoen eller markedsrisikoen. Alle modellene nevnt ovenfor måler denne markedsrisikoen, men gjør det på ulike måter. I denne verdsettelsen vil kapitalverdimodellen (CAPM) bli benyttet for å beregne kravet til egenkapitalen. Dette er den mest kjente modellen og er standardvalget for de fleste praktiserende.¹²⁸

Egenkapitalkostnaden kan fra kapitalverdimodellen defineres slik:¹²⁹

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f), \text{ hvor}$$

¹²⁶ Damodaran, A. (2012)

¹²⁷ Damodaran, A. (2012)

¹²⁸ Damodaran, A. (2012)

¹²⁹ Kaldestad, Y., Møller, B. (2011)

R_f = Risikofri rente

R_m = Avkastning på en markedsportefølje eller indeks

$R_m - R_f$ = Forventet meravkastning ved å investere på børsen; markedets risikopremie

β = Selskapets egenkapitalbeta; et mål på hvordan selskapet blir påvirket av generell markedsrisiko (systematisk risiko)

Denne modellen bygger på flere forutsetninger. Noen av forutsetningene er at det ikke foreligger noen transaksjonskostnader, at alle aktører i markedet har den samme informasjonen og at markedet er perfekt effisient hvilket vil si at aksjekursene reflekterer all offentlig tilgjengelig informasjon. Disse forutsetningene muliggjør at investorer kan holde perfekte diversifiserte porteføljer uten ekstra kostnader. Det er dermed kun systematisk risiko som investorer får betalt for å bære, da den usystematiske, altså den selskapsspesifikke risikoen anses diversifisert bort.¹³⁰ I praksis så vil ikke disse forutsetningene alltid holde. Modellen anses likevel som den mest hensiktsmessige for å komme frem til et egenkapitalkrav. Nedenfor vil de forskjellige komponentene i modellen bli gjennomgått for å finne egenkapitalkravet til Orkla i analyseperioden.

7.2.1 Risikofri Rente (R_f)

Den risikofrie renten er grunnlaget for beregningen av avkastningskravet og vil alltid ligge i bunn. Dette kommer av at investorer alltid kunne ha investert kapitalen risikofritt til denne avkastningen. En rasjonell investor vil derfor ikke være villig til å ta risiko til en lavere avkastning enn den risikofrie renten. Kaldestad og Møller definerer den risikofrie renten som *"en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapir som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko"*.¹³¹ Det er få investeringer som er fullstendig risikofrie. Den type investeringer som kommer nærmest en risikofri avkastning er statsobligasjoner, men heller ikke disse er fullstendig risikofrie.

Det må også vurderes hvilken lengde på rentene som skal benyttes. Normalt vil lange renter være høyere enn korte. Valget av lengde vil dermed direkte påvirke avkastningskravets størrelse. Kortsiktige rentepapirer er nok den plasseringen som er nærmest risikofri da den forventede avkastningen og den faktiske avkastningen stort sett vil være den samme, mens investeringer i langsiktige rentepapirer kan falle i verdi selv om man er garantert å motta renteinntekter. Langsiktige renter vil imidlertid normalt svinge mindre enn kortsiktige hvilket

¹³⁰ Damodaran, A. (2012)

¹³¹ Kaldestad, Y. Møller, B. (2011)

gjør avkastningskravet mer stabilt. Et annet argument for langsiktige renter er at når selskapet som verdsettes forventes å ha en lang levetid vil disse rentene passe bedre til selskapets kontantstrøm. Riktignok kan lange renter inneholde både en likviditetspremie og en premie for inflasjonsrisiko som gjør de mindre egnet. Såfremt ikke det er store forskjeller mellom lange og korte renter vil likevel lange renter kunne være en rimelig praktisk løsning.¹³² Damodaran synes også å være av den oppfatning at når analysen er langsiktig bør også den risikofrie renten være renten på langsiktige statsobligasjoner.¹³³ I denne verdsettelsen vil derfor norske statsobligasjoner med 10 års løpetid bli benyttet.

Per 31.12.2014 var renten på norske statsobligasjoner med 10 års løpetid på 1,61 %.¹³⁴ Dette er på et historisk lavt nivå og gjenspeiler en forventning om lave renter i lang tid fremover. Nedenfor følger en tabell over estimert risikofri rente etter skatt i analyseperioden. Det beregnes en rente etter skatt da avkastningskravet vil bli benyttet til å vurdere rentabilitet etter skatt.

Risikofri rente etter skatt	2011	2012	2013	2014	Snitt
Rente på 10 års norske statsobligasjoner *	3,1 %	2,1 %	2,6 %	2,5 %	2,6 %
- Skatt **	0,8 %	0,6 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %
= Risikofri rente etter skatt	2,3 %	1,5 %	1,9 %	1,8 %	1,9 %
* Renten er et gjennomsnitt av daglige noteringer gjennom året fra NB					
** Det benyttes en skattesats på 27 %, da dette er forventet skattesats i årene fremover					

Tabell 7-1: Beregning av risikofri rente etter skatt for årene 2011 – 2014

7.2.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er meravkastningen investorer vil forvente å oppnå som følge av at de investerer i markedsporteføljen som inneholder risikable investeringer fremfor å investere i risikofrie investeringer.¹³⁵ Investorene forventer altså å oppnå en høyere avkastning mot at de tar risiko.

Det finnes flere metoder for å komme frem til markedets risikopremie, blant annet historisk premie, implisitt premie eller en spørreundersøkelse.¹³⁶ Historisk premie analyserer den historiske avkastningen i markedet og sammenligner denne med den risikofrie renten. Implisitt premie metoden går ut på at en tar utgangspunkt i en vekstmodell hvor målet er å komme frem til hvilken risikopremie som kreves for å kunne forsvare dagens børsnivå. Den

¹³² Kaldestad, Y. Møller, B. (2011)

¹³³ Damodaran, A. (2012)

¹³⁴ Norges Bank, *Statsobligasjoner daglige noteringer*

¹³⁵ Damodaran, A. (2012)

¹³⁶ Kaldestad, Y. Møller, B. (2011)

siste metoden går ut på at markedsaktører blir forespurt om deres forventning om fremtidig avkastning i aksjemarkedet. Alle metodene har sine fordeler og ulemper og vil kunne gi forskjellige størrelser på risikopremien. Den implisitte metoden har som en av sine fordeler at den i større grad tar hensyn til at det er avkastningen fremover som er relevant og ikke hva den har vært historisk. Metoden er imidlertid utfordrende å benytte i praksis.

Spørreundersøkelse er også fremtidsrettet da den reflekterer markedsaktørenes fremtidige syn på markedet. Imidlertid kan deltagerne i undersøkelsen bli påvirket av de siste års utvikling i sine forventninger. Det er derfor historisk premie som er den mest brukte metoden i praksis.

Det er sentralt å påpeke at uansett hvilken metode som velges, vil estimeringen være vesentlig preget av skjønn.¹³⁷

Knivsflå har estimert en normalisert risikopremie på 5,0 % som fremkommer ved en gjennomsnittlig realisert risikopremie på Oslo Børs i årene 1958 – 2014, hvor det er justert for de mest ekstreme utslagene i begge retninger.¹³⁸ I en annen og større undersøkelse som dekket 16 land kom Dimson, Marsh og Staunton ved London Business School frem til en historisk markedspremie på mellom 4,3 og 5,4 % avhengig av målemetode.¹³⁹ Premiene i denne undersøkelsen gjelder når den risikofrie renten var basert på statsobligasjoner, og markedspremien var noe høyere med statssertifikater som grunnlag. Grunnlaget for å ta utgangspunkt i premien basert på statsobligasjoner er at det bør være konsistens mellom den risikofrie renten som benyttes og den renten som trekkes ifra den observerte markedsavkastningen for å komme frem til markedsrisikopremien. Basert på de nevnte estimeringene anses en risikopremie på rundt 5,0 % som et rimelig estimat.

En utfordring ved dette estimatet er som nevnt at det baserer seg på historiske tall, hvilket ikke nødvendigvis vil vise hva denne vil ligge på i fremtiden. Det er også argumenter som vil kunne tilsi at risikopremien i fremtiden vil ligge på et lavere nivå enn hva den har vært historisk. Dette skyldes blant annet at den høye produktivitetsveksten, reduksjonen i det overordnede risikonivået samt økte muligheter for diversifikasjon og økt likviditet som har forekommet historisk ikke forventes å gjenta seg i like stor grad.¹⁴⁰ Vi har derfor sammenlignet det historiske estimatet med markedsaktørenes forventninger til fremtidig risikopremie. PWC utgir årlig en undersøkelse knyttet til risikopremien i det norske markedet. Undersøkelsen er basert på svar fra 142 medlemmer av Norske Finansanalytikerens Forening

¹³⁷ Kaldestad, Y. Møller, B. (2011)

¹³⁸ Knivsflå, K. H. (2015)

¹³⁹ Kaldestad, Y. Møller, B. (2011)

¹⁴⁰ Kaldestad, Y. Møller, B. (2011)

(NFF) og viser at nivået på markedsrisikopremien for 2014 ligger på 5,0 %.¹⁴¹ Tallet fremkommer ved medianen av respondentenes svar og er det samme nivået som premien har ligget på i årene 2011 – 2013. Respondentene i denne undersøkelsen benytter også i stor grad 10-årige statsobligasjoner som den risikofrie renten.

En problemstilling som kan diskuteres er om denne risikopremien også er et godt anslag sett mot den lave risikofrie renten. På den ene siden kan det faktum at investorer forsøker å flykte fra den lave renten trekke risikopremien ned. Dette kommer som en følge av at i et marked hvor den risikofrie renten er lav, vil investorer kunne være villig til å ta risiko til en lavere pris, da det ikke finnes andre gode investeringsalternativer enn aksjer. På en annen side kan det hevdes at den rekordlave renten er et resultat av stor nervøsitet i markedet. Investorer vil dermed være mindre villig til å plassere pengene sine i risikable investeringer, hvilket vil trekke risikopremien opp. Etter en konkret helhetsvurdering av forholdene ovenfor anses en markedsrisikopremie på 5,0 % å være et rimelig estimat i beregningen av egenkapitalkravet.

7.2.3 Beta (β)

I kapitalverdimodellen er selskapets betaverdi med på å bestemme den forventede avkastningen til aksjen. Beta er et mål på graden av samvariasjon mellom bevegelsene til selskapets aksje og markedet.¹⁴² I snitt vil beta være lik 1, hvilket betyr at en aksje beveger seg i takt med aksjemarkedet. En lavere beta betyr at aksjen svinger mindre enn markedet, og dermed er mindre risikabel. En høyere beta betyr at aksjen svinger mer enn markedet og er mer risikabel. Ettersom høyere beta medfører høyere risiko vil dermed en investor kreve en høyere forventet avkastning for å investere i selskapet.

Formelen for beregning av egenkapitalbeta kan settes opp slik.¹⁴³

$$\beta^E = \frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}}$$

Et selskaps betaverdier kan ikke observeres direkte, og må følgelig estimeres. En måte å utføre dette på er å estimere en betaverdi ved bruk av regresjonsanalyse og deretter forbedre dette estimatet ved å for eksempel sammenligne med bransjebetaer og benytte

¹⁴¹ PWC, *Risikopremien i det norske markedet*.

¹⁴² Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010)

¹⁴³ Kaldestad, Y. Møller, B. (2011)

utjevningsteknikker.¹⁴⁴ Det er verdt å merke seg at selv ved en grundig jobb vil estimeringen likevel kreve en høy grad av skjønn.

For børsnoterte selskaper vil betaverdien enkelt kunne finnes på nyhetstjenester som DN og E24. Det vil imidlertid ikke nødvendigvis være noen tilfredsstillende løsning å stole blindt på disse da vi ikke vet sikkert hvordan disse er estimert. Det vil kunne være utfordrende å identifisere hvilken indeks betaverdien er målt mot, hvilken tidsperiode som er lagt til grunn og kvaliteten i estimeringsteknikken som er benyttet.¹⁴⁵ Vi vil derfor som utgangspunkt utføre en egen estimering av egenkapitalbeta basert på regresjonsanalyse. Deretter vil den sammenlignes med offentlige tilgjengelige betaverdier for å påse rimeligheten av den estimerte verdien.

Estimering av beta er utført med grunnlag av markedsdata fra databaseverktøyet Datastream. Regresjonsanalysen er utført mot både verdensindeksen MSCI World og OSEBX. I utgangspunktet anses en verdensindeks som mer hensiktsmessig da OSEBX vil gi en skjev vektning mot oljerelatert industri.¹⁴⁶ Det er også et poeng at analysen bør gjøres mot en indeks som er mest mulig diversifisert da formålet er å måle aksjens systematiske risiko. Imidlertid er analysen også utført mot OSEBX for vurderingsformål. I tillegg bør analysen i utgangspunktet gjøres basert på månedlige observasjoner, da mer hyppige intervaller vil kunne lede til systematiske skjevheter. Dette problemet er imidlertid størst for illikvide aksjer som omsettes sjelden.¹⁴⁷ For vurderingsformål er også denne analysen utført både med månedlige og daglige observasjoner. Til sist må det også gjøres en avveining mellom en lang eller kort tidsserie. En lang tidsserie vil bidra til å redusere støy i grunnlaget men vil til gjengjeld kunne redusere relevansen da betaen endrer seg over tid.¹⁴⁸ For å tilfredsstillende kunne redusere støy, men likevel opprettholde en rimelig relevans benyttes det en analyseperiode på 4 år. I tabellen nedenfor oppsummeres de estimerte betaverdiene.

Oppsummering regresjonsanalyse betaverdier		
	Månedlige observasjoner	Daglige observasjoner
MSCI World Index	0,38	0,81
OSEBX Index	0,50	0,77

Tabell 7-2: Oppsummering av betaverdier fra regresjonsanalyser

¹⁴⁴ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010)

¹⁴⁵ Kaldestad, Y. Møller, B. (2011)

¹⁴⁶ Kaldestad, Y. Møller, B. (2011)

¹⁴⁷ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010)

¹⁴⁸ Kaldestad, Y. Møller, B. (2011)

Fra de ulike estimeringene ser vi at det er store forskjeller i betaverdier avhengig av om det benyttes månedlige eller daglige observasjoner, mens forskjellene i verdiene er mindre påvirket av de forskjellige indeksene. Basert på vurderingen ovenfor anses en vel-diversifisert verdensindeks som den mest hensiktsmessig indeksen å legge til grunn for et selskap som Orkla. Betaverdien med grunnlag i månedlige observasjoner anses som lite fornuftig og kan komme av større bevegelser rett før månedsslutt hvor grunnlaget er avlest. Det mest rimelige resultatet anses dermed å være estimatet på 0,81 basert på daglige observasjoner. Output fra regresjonsanalyse mot MSCI World Index med daglige observasjoner er vedlagt i appendix tabell 15-14.

Ovenfor nevnte vi at den estimerte betaen bør forbedres ved sammenligning mot bransjebetaer. Selskap i den samme bransjen står normalt overfor like driftsrisikoer og bør dermed ha tilnærmet like betaverdier. Det er her viktig å være oppmerksom på at et selskaps beta ikke bare varierer på bakgrunn av driftsrisiko men også finansiell risiko. For optimal sammenligning bør altså denne gjeldsfaktoren justeres ut.¹⁴⁹

Normaliseringen av egenkapitalbeta mot bransjebetaer begynner ved å innhente rå-betaverdier for bransjeselskapene.¹⁵⁰ Disse betaverdiene er imidlertid påvirket av selskapenes kapitalstruktur. Dermed justeres betaene for effekten av gjeld og gjeldens skatteskjold. I tillegg justeres det også for kontantandelen som knytter seg til overskuddslikviditet. Grunnlaget for dette er at kontanter har en beta tilnærmet lik null. Dermed får vi en betaverdi som kun knytter seg til de driftsrelaterte eiendelene.¹⁵¹ Beregning av betaverdi justert for kapitalstruktur finnes i appendix tabell 15-15.

Vi har nå kommet frem til en gjennomsnittlig bransjebeta som i utgangspunktet skulle kunne benyttes til normalisering. En problemstilling som likevel dukker opp er effekten av Orkla sine tilknyttede selskaper. Orkla sine tilknyttede selskaper kan ha betaverdier som er forskjellig fra den som knytter seg til merkevarevirksomheten. Dette vil kunne medføre at Orklas egenkapitalbeta kan være forurenset av disse tilknyttede selskapene og dermed ikke er sammenlignbar med bransjens betaverdier. Vi foretar derfor en egen estimering av beta for de tilknyttede selskapene basert på bransjebetaer i industriene disse opererer innen. De tilknyttede selskapene justeres også for forskjeller i kapitalstruktur og skattesats fra de innhentede bransjebetaene. Estimering og beregning av beta for de finansielle eiendelene er

¹⁴⁹ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010)

¹⁵⁰ Reuters, Stocks Overview Nestlé, Unilever, P&G and Mondelez

¹⁵¹ Damodaran Online, *Variables used in Data Set*

nærmere omtalt i kapitlet for det finansielle eiendelskravet. Beregning av korrigert betaverdi for å komme frem til en driftseiendelbeta finnes i appendix tabell 15-16.

På denne måten kommer vi frem til en betaverdi som kun knytter seg til Orklas driftseiendeler som anses sammenlignbar mot bransjen. Her normaliseres Orklas driftseiendelbeta mot bransjen hvor den estimerte driftseiendelbetaen for Orkla vektes med to tredeler mens bransjen vektes med en tredel. Vektingen er skjønnsmessig fastsatt og baserer seg på at selv om selskapene i utgangspunktet bør stå overfor tilnærmet like driftsrisikoer erkjenner vi at det uansett vil være forskjeller i driftsrisiko mellom et norsk selskap som i global sammenheng er relativt lite og store multinasjonale konsern som opererer over hele verden. Vektet normalisering finnes i appendix tabell 15-17.

Nå som normaliseringen er utført må justeringene som ble utført for å komme frem til en driftseiendelbeta beregnes tilbake for å komme frem til en ny egenkapitalbeta. Dermed tillegges betaverdien som knytter seg til de tilknyttede selskapene igjen. Til slutt beregnes det så en egenkapitalbeta hvor effekten av Orklas kapitalstruktur igjen hensyntas. Disse beregningene finnes i appendix tabell 15-18 og 15-19.

De nevnte beregningene ovenfor gir en estimert egenkapitalbeta for Orkla på 0,77. Vi har til slutt sammenlignet denne verdien mot bransjebetaen for industrien "food processing" fra Damodaran Online.¹⁵² Damodaran oppgir en betaverdi for industrien på 0,77 hvilket gir økt sikkerhet for at estimatet av egenkapitalbeta er rimelig. Det er imidlertid viktig å være klar over at bransjebetaen fra Damodaran inneholder data fra ekstremt mange selskaper. Blant annet så inneholder den Orkla, Unilever, Nestle med flere, men også flere selskaper som driver med for eksempel lakseoppdrett. Denne anses dermed ikke direkte sammenlignbar. Estimaten på 0,77 anses også rimelig basert på offentlige tilgjengelige betaverdier, blant annet 0,76 fra Datastream¹⁵³, 12 måneders beta på 0,71 fra E24¹⁵⁴ og 24 måneders beta fra DN på 0,76.¹⁵⁵

7.2.4 Andre risikopremier

I beregningen av egenkapitalkravet vil det være tilfeller hvor andre risikopremier er aktuelt. De mest vanlige av disse premiene er småselskapspremie og likviditetspremie. En småselskapspremie vil være aktuelt for små selskaper da disse ofte er mer sårbare for

¹⁵² Damodaran Online, *Levered and Unlevered Betas by Industry Global*

¹⁵³ Datastream databaseverktøy

¹⁵⁴ E24, *Aksjeinfo Orkla*

¹⁵⁵ Dagens Næringsliv 5. Mars 2015

konjunkturrisiko og innehar en større risiko for negative overraskelser. En likviditetspremie vil bli benyttet ved illikvide plasseringer hvor investor er sårbar for innlåsningsrisiko.¹⁵⁶ Orkla er et av de største og mest omsatte selskapene på Oslo Børs¹⁵⁷, og disse risikopremiene anses således ikke relevante for beregning av egenkapitalkravet.

Minoritetsinteressene i Orkla består imidlertid av egenkapitalinvesteringer i Orklas datterselskaper. Disse aksjene handles ikke på børs og er dermed mindre likvide. Dette øker innlåsningsrisikoen og det fastsettes derfor en illikviditetspremie på 2 % knyttet til minoritetsinteressene i selskapet.

7.2.5 Krav til egenkapitalen

Fra tabellen nedenfor ser en at det gjennomsnittlige avkastningskravet til egenkapitalen for Orkla er på 5,7 % over perioden. Dette er et lavt avkastningskrav som fremkommer hovedsakelig som følge av meget lav risikofri rente sammen med en relativt lav beta. Det anses dermed å være relativt lav risiko knyttet til egenkapitalen i selskapet hvilket resulterer i et lavt avkastningskrav.

Egenkapitalkrav	11 -14
Risikofri rente etter skatt	1,9 %
Egenkapitalbeta	0,77
Markedsrisikopremie etter skatt	5,0 %
= Egenkapitalkrav	5,7 %

Tabell 7-3: Avkastningskrav egenkapital Orkla

Minoritetskrav	11 -14
Egenkapitalkrav	5,7 %
Illikviditetspremie	2,0 %
Minoritetskrav	7,7 %

Tabell 7-4: Avkastningskrav minoritetsinteressener Orkla

7.3 Krav til finansielle eiendeler og finansiell gjeld

I dette avsnittet vil avkastningskravene for de finansielle eiendelene og den finansielle gjelden bli estimert.

7.3.1 Finansielt gjeldskrav

I beregningen av det finansielle gjeldskravet er markedsrente mer relevant enn gjeldsrenten selskapet faktisk betaler. Dette kommer av at det er alternativkostnaden vi er ute etter. I tillegg

¹⁵⁶ Kaldestad, Y. Møller, B. (2011)

¹⁵⁷ Nordnet, *Aksjekurser – Mest omsatte*

er det rimelig å anta at dersom selskapet betaler en annen rente enn markedsrenten vil denne forskjellen utjevnes over tid.¹⁵⁸

Kravet til nominell avkastning etter skatt på finansiell gjeld beregnes med utgangspunkt i den risikofrie renten etter skatt med et påslag for en kredittrisikopremie. I fastsettelsen av den risikofrie renten bør det være konsistens med de forutsetningene som ble lagt til grunn i valget av den risikofrie renten under beregning av egenkapitalkravet. Da det ble benyttet 10 årsrenter for norske statsobligasjoner i denne beregningen benyttes det samme i beregningen for gjelden. Prising av kredittrisikoen avhenger av sannsynligheten for en eventuell konkurs og tapsprosent. For å komme frem til kredittrisikopremien tas det utgangspunkt i den syntetiske ratingen som ble estimert i kapittel 6. Deretter har vi beregnet den gjennomsnittlige løpetiden for Orklas obligasjonslån basert på oppgitte løpetider fra selskapets årsrapporter. Vi kommer frem til at gjennomsnittlig løpetid for Orklas obligasjonslån i denne perioden er på mellom 9 – 10 år. Basert på Orklas estimerte kredittrating og data for kredittpåslag oppgitt i tabell 15-13 i appendix for gitte løpetider er det fastsatt en kredittrisikopremie på mellom 1,1 – 1,3 % i analyseperioden. Beregnet finansielt gjeldskrav etter skatt er oppsummert i tabellen nedenfor.

Finansielt gjeldskrav	2011	2012	2013	2014	Snitt
Syntetisk rating	A -	A -	BBB +	A -	A -
Risikofri rente etter skatt	2,3 %	1,5 %	1,9 %	1,8 %	1,9 %
+ Kredittrisikopremie	1,1 %	1,1 %	1,3 %	1,1 %	1,2 %
= Finansielt gjeldskrav	3,4 %	2,6 %	3,2 %	2,9 %	3,0 %

Tabell 7-5: Finansielt gjeldskrav Orkla 2011 – 2014

7.3.2 Finansielt eiendelskrav

Finansielle eiendeler består av kontanter og bankinnskudd, finansielle fordringer og investeringer. For å komme frem til et avkastningskrav for de finansielle eiendelene vil vi fastsette et avkastningskrav for hver av disse gruppene av eiendeler. Dette kravet vil deretter bli vektet mot hvor stor andel av de totale finansielle eiendelene disse gruppene utgjør. Kontanter og bankinnskudd anses som risikofrie plasseringer og dermed vil den risikofrie renten benyttes som avkastningskrav for disse. For selskapets finansielle fordringer vil den risikofrie renten med et påslag for kredittrisikopremie benyttes. Det forutsettes at fordringene er relativt korte og har en gjennomsnittlig kredittrating på BBB nivå hvilket gir en kredittrisikopremie etter skatt på omtrent 1 %. For investeringene vil den risikofrie renten med et påslag for markedets risikopremie på 5 % benyttes. Betaverdien for de tilknyttede selskapene er den samme som vi benyttet for å komme frem til en driftseiendelbeta ovenfor.

¹⁵⁸ Kaldestad, Y. Møller, B. (2011)

Denne er estimert ved at det benyttes betaverdier for industriene de tilknyttede selskapene opererer innen. For Jotun er det benyttet beta for kjemisk industri mens det for Sapa og Gränges er benyttet beta for industrien metaller.¹⁵⁹ Det tas utgangspunkt i en beta hvor effekten av kapitalstruktur er fjernet. Deretter hensyntas kapitalstrukturen i det enkelte selskap for å komme frem til en beta per selskap. Til slutt vektet betaverdien på bakgrunn av hvor stor andel de tilknyttede selskapene utgjør av den samlede verdien av disse. Beta knyttet til investeringene er fastsatt til 1,01 hvilket innebærer en risikopremie på 5,05 % etter at betaen er hensyntatt. Beregning finnes i appendix tabell 15-20. Beregning av finansielt eiendelskrav er oppsummert i tabellen nedenfor.

Finansielt eiendelskrav	2011	2012	2013	2014	Snitt
Kontantkrav	2,3 %	1,5 %	1,9 %	1,8 %	1,9 %
* Kontantvekt	0,12	0,21	0,07	0,13	0,14
+ Fordringskrav	3,3 %	2,5 %	2,9 %	2,8 %	2,9 %
* Fordringsvekt	0,02	0,03	0,04	0,05	0,03
+ Investeringskrav	7,3 %	6,6 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %
* Investeringsvekt	0,85	0,76	0,89	0,82	0,83
= Finansielt eiendelskrav	6,6 %	5,4 %	6,4 %	6,0 %	6,1 %

Tabell 7-6: Finansielt eiendelskrav Orkla 2011 – 2014

Fra beregningen ser vi at det finansielle eiendelskravet blir vesentlig høyere enn tilsvarende krav for den finansielle gjelden. Dette kommer som en følge av at finansielle eiendeler i all hovedsak består av investeringer i tilknyttede selskaper, øvrige investeringer og diskontinuerlig virksomhet.

7.4 Krav til netto driftskapital

Krav til netto driftskapital fremkommer som nevnt som det vektete avkastningskravet WACC. Foreløpig har vi kun estimert et gjennomsnittlig egenkapitalkrav samlet for hele perioden 2011 – 2014. I dette avsnittet vil det årlige kravet til egenkapitalen og til netto driftskapital bli beregnet. For å kunne gjøre dette beregnes først beta-verdien for sysselsatt kapital for hele analyseperioden samlet, se tabell 15-21 i appendix for beregning.

Vi forutsetter her Miller & Modigliani sitt første teorem om at verdien av et selskap er uavhengig av hvordan selskapet er finansiert¹⁶⁰. Dette innebærer at verdien av sysselsatt kapital er uavhengig av selskapets finansieringsstruktur hvilket medfører at også betaverdien er det. Betaverdien til sysselsatt kapital er dermed konstant gjennom analyseperioden.

¹⁵⁹ Damodaran Online, *Levered and Unlevered Betas by Industry Global*

¹⁶⁰ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010)

Egenkapitalbetaen for hvert år fremkommer så residualt, se appendix tabell 15-22 for beregning.

Dermed kan vi fremstille det årlige avkastningskravet for egenkapitalen og minoritetsinteressene.

Egenkapitalkrav	2011	2012	2013	2014	Snitt
Risikofri rente etter skatt	2,3 %	1,5 %	1,9 %	1,8 %	1,9 %
Egenkapitalbeta	0,86	0,81	0,71	0,67	0,77
Markedsrisikopremie etter skatt	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
= Egenkapitalkrav	6,6 %	5,6 %	5,5 %	5,2 %	5,7 %

Tabell 7-7: Egenkapitalkrav Orkla 2011 – 2014

Minoritetskrav	2011	2012	2013	2014	Snitt
Egenkapitalkrav	6,6 %	5,6 %	5,5 %	5,2 %	5,7 %
+ Illikviditetspremie minoritet	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
= Minoritetskrav	8,6 %	7,6 %	7,5 %	7,2 %	7,7 %

Tabell 7-8: Krav til minoritetsinteresser Orkla 2011 – 2014

Til slutt fremstiller vi netto driftskrav. Kravet til netto driftseiendeler fremkommer gjennom vektning av de beregnede avkastningskravene for egenkapital, minoritetsinteresser, finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav mot hvor stor del de tilhørende kapitalene utgjør av netto driftskapital.

Netto driftskrav	2011	2012	2013	2014	Snitt
Egenkapitalkrav	6,6 %	5,6 %	5,5 %	5,2 %	5,7 %
* EK / NDK	1,87	1,66	1,18	1,21	1,48
+ Minoritetskrav	8,6 %	7,6 %	7,5 %	7,2 %	7,7 %
* MI / NDK	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
+ Finansielt gjeldskrav	3,4 %	2,6 %	3,2 %	2,9 %	3,0 %
* FG / NDK	1,29	0,99	0,47	0,37	0,78
- Finansielt eiendelskrav	6,6 %	5,4 %	6,4 %	6,0 %	6,1 %
* FE / NDK	2,17	1,67	0,67	0,59	1,27
= Netto driftskrav	2,4 %	3,0 %	3,8 %	3,9 %	3,3 %

Tabell 7-9: Krav til netto driftseiendeler Orkla 2011 – 2014

Netto driftskrav er i gjennomsnitt 3,3 % i analyseperioden. Dette er meget lavt og fremkommer hovedsakelig fra to forhold som sammen bidrar til denne effekten. Det første forholdet er at årene 2011 – 2012 er preget av en stor grad av diskontinuerlig virksomhet. Dette medfører at den bokførte verdien av finansielle eiendeler i disse årene er vesentlig større enn den bokførte verdien av netto driftseiendeler. I årene 2013 – 2014 hvor forholdet mellom drift og finansielle eiendeler er på et mer normalisert nivå som følge av at den ikke-

videreførte virksomheten er solgt og ute av balansen, stiger netto driftskravet til et mer rimelig nivå. Den andre effekten som spiller vesentlig inn her er at verdivektene i avkastningskravet er basert på bokført kapital. Vi anser det som sannsynlig at den bokførte verdien av de finansielle eiendelene er nærmere deres virkelige verdi, enn tilsvarende for netto driftseiendeler. Dersom vi oppdaterer verdivektene over denne perioden ved å sette verdien av egenkapitalen lik børsverdien ved utgangen av året, samt forutsetter at merverdien i forhold til bokført verdi i sin helhet knytter seg til driften medfører dette at snittkravet over perioden øker til 4,3 %. På den ene siden tilsier dette at det kunne vært mer fornuftig å estimere avkastningskravene basert på virkelig verdi. På den annen side vil vi i regnskapsanalysen utføre rentabilitetsberegninger basert på bokført kapital. For å være konsistente med hvordan vi beregner rentabilitet velger vi derfor likevel å benytte krav basert på bokført kapital. Det er spesielt netto driftskravet som blir påvirket av disse effektene. Det estimerte kravet til sysselsatt kapital som vises nedenfor ser derimot mer rimelig ut.

Sysselsatt kapitalkrav	2011	2012	2013	2014	Snitt
Egenkapitalkrav	6,6 %	5,6 %	5,5 %	5,2 %	5,7 %
* EK / SSK	0,59	0,62	0,71	0,76	0,67
+ Minoritetskrav	8,6 %	7,6 %	7,5 %	7,2 %	7,7 %
* MI / SSK	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01
+ Finansielt gjeldskrav	3,4 %	2,6 %	3,2 %	2,9 %	3,0 %
* FG / SSK	0,41	0,37	0,28	0,23	0,32
= Sysselsatt kapitalkrav	5,3 %	4,5 %	4,8 %	4,7 %	4,8 %

Tabell 7-10: Krav til sysselsatt kapital Orkla 2011 – 2014

7.5 Oppsummering historiske avkastningskrav

Hovedformålet med estimeringen av kravene i dette kapitlet er at de skal benyttes videre i rentabilitetsmåling i regnskapsanalysen. Kravene er derfor beregnet basert på bokført kapital for å være konsistent med rentabilitetsberegning. I estimeringen av netto driftskravet så vi at dette medførte at kravet ble lavt, spesielt i årene 2011 – 2012. I regnskapsanalysen hensyntas dette ved at senere år vektlegges høyere enn tidligere år nettopp da disse anses som mer representative for fremtiden. De beregnede kravene fra dette kapitlet benyttes også videre som utgangspunkt for fremtidskravene som skal benyttes i verdsettelsen. Fremtidskravene vil også bli oppdatert gjennom en konvergeringsprosess som medfører at kravene estimeres på bakgrunn av virkelig verdivekter. Dette kommer vi tilbake til i kapittel 10 og under selve verdsettelsen i kapittel 11.

8 Lønnsomhetsanalyse

Den siste delen av forholdstallanalysen består av analyse av lønnsomhet og strategisk fordel. Lønnsomhetsanalysen vil basere seg på rentabilitetsmåling, hvor rentabiliteten til en kapital er et forholdstall som viser kapitalens avkastning i form av en prosentvis rente. Gjennom rentabilitetsanalyse vil selskapets historiske lønnsomhet bli vurdert over tid og sammenlignet med bransjen. Lønnsomhetsanalysen vil ta utgangspunkt i egenkapitalrentabilitet, det vil si historisk avkastning på egenkapitalen. Som diskutert i kapittel 4 vil en egenkapitalrentabilitet over egenkapitalkravet bety at selskapet er lønnsomt og innehar en strategisk fordel/superrentabilitet. I dette kapitlet vil det utføres en strategisk rentabilitetsanalyse, hvilket innebærer at en eventuell strategisk fordel vil bli dekomponert i dens ulike kilder. Det at analysen er strategisk innebærer at den hele tiden vil skje relativt mot en målestokk som er avkastningskravet og bransjen.¹⁶¹ En eventuell strategisk fordel vil bli dekomponert i en driftsfordel og en finansieringsfordel, hvor driftsfordelen igjen vil bli dekomponert i en bransjefordel og ressursfordel. Som nevnt under kapittel 4 innebærer en bransjefordel at bransjen har en rentabilitet over kravet, mens en ressursfordel innebærer at selskapet har en rentabilitet større enn bransjen.

I kapittel 7 er det beregnet et etterskuddskrav. For mest mulig korrekt sammenligning med beregnede rentabiliteter vil det derfor bli beregnet rentabilitet på etterskuddsbasis. Dette oppnås ved at rentabiliteten beregnes basert på gjennomsnittlig kapital hvor den opptjente kapitalen fra resultatet trekkes ut.

8.1 Superrentabilitet til egenkapital

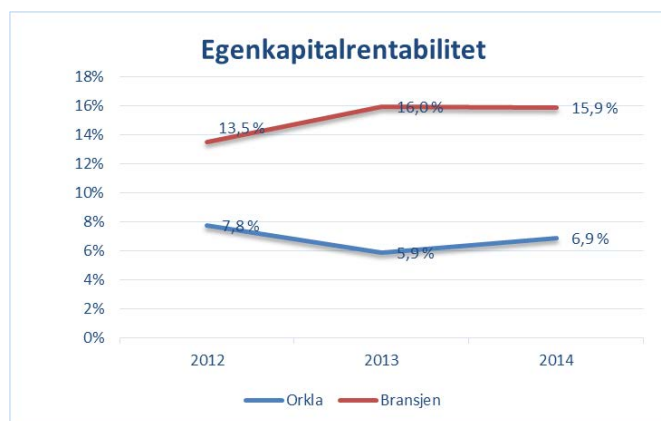
I beregningen av superrentabilitet til egenkapital vil det bli benyttet normaliserte og justerte tall fra kapittel 5. Grunnlaget for dette er at vi dermed oppnår en høyere sikkerhet for at en eventuell strategisk fordel faktisk er reell, og ikke fremkommer som følge av unormale poster eller målefeil. Egenkapitalrentabiliteten fremkommer ved følgende formel.

$$ekr_t = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

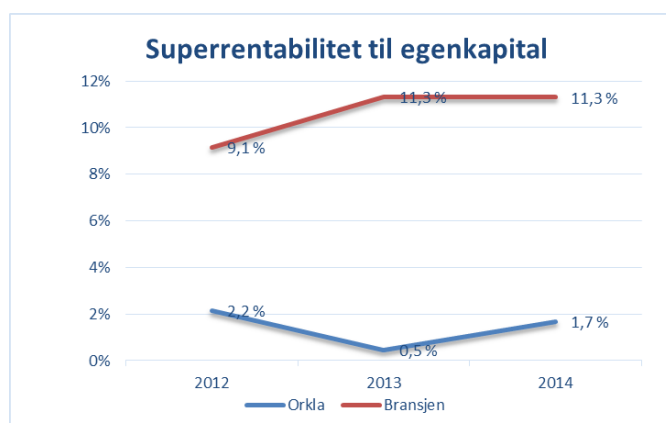
¹⁶¹ Knivsflå, K. H. (2015)

Superrentabilitet til egenkapital	2012	2013	2014	Vektet snitt	
	Orkla			Orkla	Bransje
Egenkapitalrentabilitet	7,8 %	5,9 %	6,9 %	6,8 %	15,3 %
- Egenkapitalkrav	5,6 %	5,5 %	5,2 %	5,4 %	4,5 %
= Superrentabilitet til EK	2,2 %	0,5 %	1,7 %	1,4 %	10,8 %

Tabell 8-1: Beregnet superrentabilitet Orkla og bransjen 2012 - 2014



Figur 8-1: Egenkapitalrentabilitet Orkla og bransjen 2012 – 2014



Figur 8-2: Superrentabilitet til egenkapital Orkla og bransjen 2012 – 2014

Fra tabellen og figurene ovenfor ser vi at bransjen har en vesentlig høyere egenkapitalrentabilitet enn Orkla. Både Orkla og bransjen har en positiv superrentabilitet gjennom analyseperioden, hvilket innebærer at både selskapet og bransjen har en strategisk fordel. Imidlertid har bransjen en vesentlig høyere superrentabilitet enn Orkla. Dette kommer hovedsakelig fra den høyere egenkapitalrentabiliteten i figur 8-1, men også delvis fra at bransjen har et noe lavere egenkapitalkrav. Bransjens lavere egenkapitalkrav skyldes stort sett en lavere betaverdi.

I de følgende avsnittene vil egenkapitalrentabiliteten for både Orkla og bransjen bli dekomponert for å få en innsikt i hva som ligger bak tallene og hva som er hovedårsakene til bransjens høyere egenkapitalrentabilitet.

8.2 Dekomponering av strategisk fordel

I dette kapittelet vil vi dekomponere superrentabiliteten i en driftsfordel og en finansieringsfordel for å få ytterligere innsikt i Orklas strategiske fordel. For å få til dette skriver vi om uttrykket egenkapitalrentabilitet minus egenkapitalkrav til følgende uttrykk.¹⁶²

$$ekr - ekk = \underbrace{(ndr - ndk) * (1 + nfgg + mig)}_{\text{Driftsfordel}} + \underbrace{((nfgk - nfggr) * nfgg)}_{\text{Finansieringsfordel}} + \underbrace{(mik - mir) * mig}_{\text{Minoritetsfordel}}$$

For å vise hvordan den strategiske fordelene fremkommer er egenkapitalrentabiliteten først blitt dekomponert i netto driftsrentabilitet, virkningen av netto finansiell gjeld og virkningen av minoritetsinteresser.

Dekomponering av egenkapitalrentabilitet	2012	2013	2014	Vektet snitt	
		Orkla		Orkla	Bransjen
Netto driftsrentabilitet	12,6 %	9,4 %	9,4 %	10,2 %	12,4 %
+ Virkning av netto finansiell gjeld	-5,0 %	-3,4 %	-2,4 %	-3,4 %	3,3 %
+ Virkning av minoritetsinteresser	0,1 %	-0,2 %	-0,1 %	-0,1 %	-0,4 %
Egenkapitalrentabilitet	7,8 %	5,9 %	6,9 %	6,8 %	15,3 %

Tabell 8-2: Dekomponering av egenkapitalrentabilitet Orkla og bransjen 2012 – 2014

Fra tabellen fremkommer det at Orkla har en lavere netto driftsrentabilitet enn bransjen, spesielt er det årene 2013 og 2014 som trekker ned. Som det ble trukket frem i kapittel 6 kommer dette av større investeringer i drift som enda ikke har ført til tilsvarende økning i netto driftsresultat.

Imidlertid er virkningen av netto finansiell gjeld det som utgjør den store forskjellen mellom Orkla og bransjen. Orkla har en negativ virkning av netto finansiell gjeld, mens for bransjen er denne positiv. Når det gjelder minoritetsinteressene har disse oppnådd en vesentlig høyere avkastning enn kravet for både selskapet og bransjen de senere årene. Minoritetsandelene er imidlertid såpass små at effekten ikke blir spesielt stor likevel.

Videre i analysen tar vi med kravene til drift, finansiering og minoritet for å kunne dekomponere den strategiske fordelene.

¹⁶² Knivsflå, K. H. (2015)

Dekomponering av strategisk fordel	2012	2013	2014	Vektet snitt	
	Orkla			Orkla	Bransjen
Driftsfordel	5,3 %	4,0 %	4,6 %	4,6 %	10,6 %
Finansieringsfordel	-3,2 %	-3,4 %	-2,8 %	-3,1 %	0,7 %
Minoritetsinteressefordel	0,1 %	-0,2 %	-0,1 %	-0,1 %	-0,5 %
= Strategisk fordel / Superrentabilitet	2,2 %	0,5 %	1,7 %	1,4 %	10,8 %

Tabell 8-3: Dekomponering av strategisk fordel Orkla og bransjen 2012 – 2014

I denne tabellen er det vektete snittet for superrentabiliteten på 1,4 % fra tabell 8-1 dekomponert. Beregningen viser at superrentabiliteten fremkommer i hovedsak fra en positiv driftsfordel på 4,6 % og en negativ finansieringsfordel på 3,1 %. En positiv driftsfordel tilsier en avkastning fra drift høyere enn driftskravet, mens en negativ finansieringsfordel tilsier en avkastning fra finans svakere enn kravet. Orkla har en vesentlig lavere driftsfordel enn bransjen. Årsaken til dette er delvis at selskapet har en lavere netto driftsrentabilitet enn bransjen, men også fordi rentabiliteten reduseres av negativ netto finansiell gjeldsgrad, mens det motsatte er tilfellet for bransjen. Driftsfordel, finansieringsfordel og minoritetsinteressefordel vil bli videre analysert i kapitlene nedenfor.

8.3 Driftsfordel

I dette kapitlet vil den identifiserte driftsfordelen fra tabell 8-3 bli analysert og dekomponert videre. Driftsfordelen kan dekomponeres i en bransjefordel, en ressursfordel og en gearingfordel. For å komme frem til disse fordelene vil driftsfordelen i uttrykket under 8.2 bli utledet til følgende.¹⁶³

$$DF = (ndr - ndk) * (1 + nfgg + mig)$$

$$= \underbrace{(ndr_B - ndk_B)}_{\text{Bransjefordel}} + \underbrace{(ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk)}_{\text{Ressursfordel}} + \underbrace{(ndr - ndk) * (nfgg + mig)}_{\text{Gearingfordel}}$$

Bransjefordel

Ressursfordel

Gearingfordel

Driftsfordelen har dermed blitt dekomponert i følgende komponenter.

Dekomponering driftsfordel	2012	2013	2014	Vektet snitt
Bransjefordel	7,0 %	8,2 %	8,8 %	8,2 %
Ressursfordel	2,6 %	-2,6 %	-3,3 %	-1,6 %
Gearingfordel	-4,3 %	-1,6 %	-1,0 %	-2,0 %
Sum driftsfordel	5,3 %	4,0 %	4,6 %	4,6 %

Tabell 8-4: Dekomponering av driftsfordel Orkla 2012 – 2014

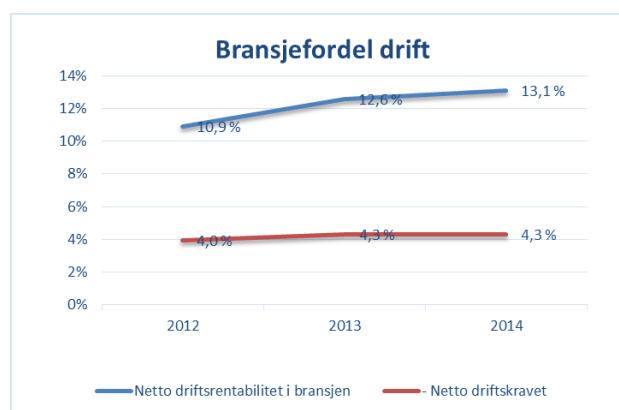
¹⁶³ Knivsflå, K. H. (2015)

8.3.1 Bransjefordel

Dekomponering av den positive driftsfordelen på 4,6 % viser at denne er positiv kun grunnet en høy bransjefordel. Foruten bransjefordelen har Orkla både en negativ ressursfordel og en negativ gearingfordel. Bransjefordelen fremkommer ved følgende beregning.

Bransjefordel drift	2012	2013	2014	Vektet snitt
Netto driftsrentabilitet i bransjen	10,9 %	12,6 %	13,1 %	12,4 %
- Netto driftskravet i bransjen	4,0 %	4,3 %	4,3 %	4,2 %
= Bransjefordel i drift	7,0 %	8,2 %	8,8 %	8,2 %

Tabell 8-5: Bransjefordel drift 2012 – 2014



Figur 8-3: Bransjefordel drift 2012 - 2014

Tabellen viser at bransjefordelen er gitt ved at netto driftsrentabilitet i bransjen er vesentlig høyere enn netto driftskravet.

I bransjefordelen er det forhold som er felles for alle aktører i bransjen som er utgangspunktet. Under den strategiske analysen i kapittel 4 identifiserte vi at bransjen er preget av store aktører med sterke merkevarer som har begrenset trusselen fra nyetableringer og dermed holdt konkurransen i bransjen nede. I tillegg har forhandlingsmakten fra forbrukere og leverandører vært på et relativt lavt nivå, hvilket har gjort mulig en høy lønnsomhet i bransjen. Selv om verdensøkonomien til tider har vært ustabil de senere årene, anses likevel den økonomiske utviklingen å ha vært god. Sammen med at forbrukerne anses å være begrenset opptatt av pris når det gjelder næringsmidler og tilsvarende varer, har dette bidratt til en lønnsom drift for bransjen.



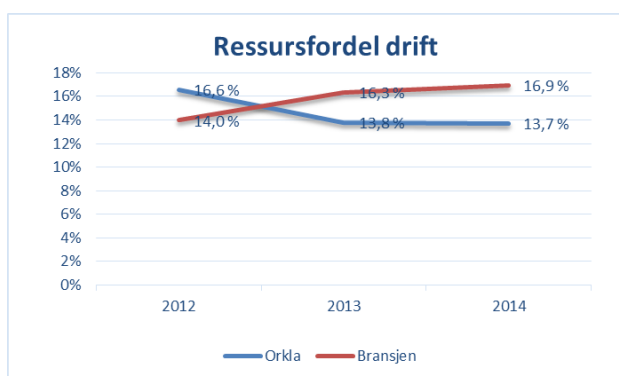
Figur 8-4: Dekomponering av bransjefordel drift

8.3.2 Ressursfordel

En ressursfordel fremkommer ved at netto driftsrentabiliteten i virksomheten som analyseres er høyere enn i bransjen. En ressursfordel kan øke dersom virksomheten har sterke sider eller minke dersom virksomheten har svake sider. I tillegg vil ressursfordelen påvirkes av forskjeller i netto driftskravet mellom Orkla og bransjen. Dersom Orkla har et netto driftskrav som er lavere enn bransjen vil dette påvirke ressursfordelen positivt. Ressursfordelen fremkommer ved følgende beregning.

Ressursfordel drift	2012	2013	2014	Vektet snitt
Netto driftsrentabilitet Orkla	12,6 %	9,4 %	9,4 %	10,2 %
- Netto driftsrentabilitet i bransjen	10,9 %	12,6 %	13,1 %	12,4 %
+ Netto driftskrav bransjen	4,0 %	4,3 %	4,3 %	4,2 %
- Netto driftskrav Orkla	3,0 %	3,8 %	3,9 %	3,6 %
= Ressursfordel drift	2,6 %	-2,6 %	-3,3 %	-1,6 %

Tabell 8-6: Ressursfordel drift 2012 – 2014



Figur 8-5: Ressursfordel drift 2012 – 2014

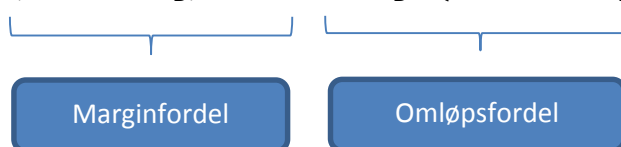
Det vektete snittet over analyseperioden for ressursfordelen er på -1,6 %. Figur 8-5 viser at Orkla hadde en ressursfordel i 2012 før den falt med 5,2 prosentpoeng i 2013. Fallet stoppet stort sett opp i 2014, riktignok med en mindre svekkelse også dette året. Nedenfor vil ressursfordelen som kommer fra forskjeller i netto driftsrentabilitet bli analysert og dekomponert ytterligere ved at denne splittes opp i en marginfordel og en omløpsfordel.

8.3.2.1 Marginfordel

Netto driftsrentabilitet kan deles opp i netto driftsmargin (ndm) og omløpet til netto driftseiendeler (onde). Netto driftsmargin uttrykker en virksomhets evne til å skape netto driftsresultat per krone i driftsinntekt og er dermed et mål på lønnsomhet. Omløpet til netto driftseiendeler uttrykker derimot evnen til å generere inntekter per krone investert i drift og er dermed et effektivitetsmål.

Videre kan uttrykket for ressursfordel i drift deles opp for å komme frem til eventuelle margin- og omløpsfordeler. For å komme frem til denne dekomponeringen blir ressursfordelen i uttrykket for driftsfordelen ovenfor utledet til følgende.¹⁶⁴

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



Beregnet marginfordel over analyseperioden vises i tabellen nedenfor.

Marginfordel	2012	2013	2014	Vektet snitt
Netto driftmargin	8,6 %	7,1 %	8,2 %	7,9 %
- Netto driftsmargin i bransjen	11,2 %	11,9 %	12,3 %	11,9 %
= Marginfordel - "uvektet"	-2,6 %	-4,8 %	-4,1 %	-4,0 %
* Omløpet til netto driftskapital	1,46	1,32	1,15	1,29
= Marginfordel	-3,7 %	-6,3 %	-4,8 %	-5,0 %

Tabell 8-7: Marginfordel Orkla 2012 – 2014

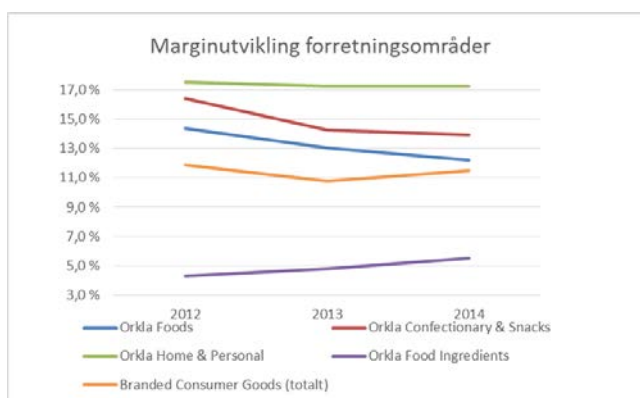
Den beregnede marginulempen ovenfor viser at Orkla har høyere driftskostnader per krone driftsinntekt enn bransjen og dermed en lavere lønnsomhet. For å få en bedre forståelse for hva som ligger bak utviklingen i driftsmargin utfører vi en analyse av utvikling i marginer per forretningsområde. Analysen er foretatt på bakgrunn av Orklas segmentrapportering for å kunne få et tilfredsstillende sammenligningsgrunnlag over analyseperioden. De beregnede marginene er dermed ikke sammenlignbare med netto driftsmargin ovenfor, hovedsakelig grunnet at netto driftsmargin er en margin etter skatt. Formålet med analysen er imidlertid i hovedsak å kunne vurdere utviklingen i forretningsområdene.

¹⁶⁴ Knivsflå, K. H. (2015)

Marginutvikling forretningsområder			
EBITA / Driftsinntekter	2012	2013	2014
Orkla Foods	14,4 %	13,0 %	12,2 %
Orkla Confectionary & Snacks	16,4 %	14,3 %	13,9 %
Orkla Home & Personal	17,5 %	17,3 %	17,2 %
Orkla Food Ingredients	4,3 %	4,8 %	5,5 %
Orkla International *	-0,2 %	-3,3 %	
Branded Consumer Goods (totalt)	11,9 %	10,8 %	11,5 %

* Fra 2014 inngår Orkla International i Orkla Foods

Tabell 8-8: Marginutvikling per forretningsområde Orkla 2012 – 2014



Figur 8-6: Marginutvikling per forretningsområde Orkla 2012 – 2014 (Orkla International er holdt utenfor grafen for en bedre fremstilling)

Analysen over marginutvikling per forretningsområde viser at fallet i driftsmargin fra 2012 til 2013 skyldes marginedgang i de fleste forretningsområdene. Unntaket er Orkla Food Ingredients som viser en forbedring. Nedgangen i margin i Orkla Foods skyldes en svak utvikling for Rieber & Søn og lavere bidrag fra nylanseringer. I Orkla Confectionary & Snacks kommer nedgangen fra krevende markedsforhold, dels relatert til konkurranse fra andre merkevareprodusenter og dels fra handelens egne merker. Den store marginreduksjonen i Orkla International er relatert til svake resultater i Orkla Brands Russia, delvis grunnet økt konkurranse. Orkla Food Ingredients utviklet seg som nevnt positivt, hvilket kommer av en bedre produktmik, organisk vekst og interne forbedringsprosjekter. Denne økningen ble riktignok noe redusert som følge av økte innkjøpskostnader i Norge grunnet en svekket norsk kronekurs.¹⁶⁵

I perioden 2013 til 2014 viser Branded Consumer Goods samlet en forbedring og nærmer seg nivået fra 2012. Underliggende har Orkla Foods en positiv utvikling som skyldes kostnadssynergier relatert til integrasjonen av Rieber & Søn. I tillegg har forretningsområdet hatt en positiv utvikling i dagligvarekanalen i alle nordiske virksomheter. Årsaken til at marginen likevel går ned er at Orkla International nå inkluderes i Orkla Foods. Marginen i

¹⁶⁵ Orkla, Årsrapport 2013

Orkla Confectionary & Snacks fortsetter å falle noe, hvilket stort sett skyldes økt konkurranse i Sverige og Finland. Orkla Food Ingredients fortsetter den positive trenden med bidrag fra positive resultateffekter fra interne forbedringsprosjekter samt effektiv produksjon, videreføring av alle vesentlige salgskontrakter og gunstigere produktmiks.¹⁶⁶

Forretningsområdene som skiller seg ut med lave marginer er Orkla International og Orkla Food Ingredients. Utover disse to er det ikke identifisert særskilte utviklingsforhold som kan forklare årsaken til at selskapet har en svakere margin enn bransjen. Imidlertid så er Orklas drift lokalisert i land med høye lønnskostnader hvilket vil kunne forklare en lavere margin. I tillegg anses en svekket kronkurs de senere årene også delvis å kunne bidra til å forklare lavere marginer. Optimalt skulle vi her i tillegg analysert utviklingen på kostnadslinjenivå mellom Orkla og bransjen. Grunnet at Orkla rapporterer sitt regnskap etter art, mens bransjen rapporterer etter funksjon, samt vesentlige forskjeller i detaljnivå i segmentrapporteringen har dette ikke vært mulig å utføre med et tilfredsstillende presisjonsnivå.

8.3.2.2 Omløpsfordel

Beregnet omløpsfordel over analyseperioden vises i tabellen nedenfor.

Omløpsfordel	2012	2013	2014	Vektet snitt
Omløpet til netto driftskapital	1,46	1,32	1,15	1,29
- Omløpet til bransjen	0,98	1,06	1,06	1,04
= Omløpsfordel - "uvektet"	0,48	0,27	0,09	0,25
* Netto driftsmargin i bransjen	11,2 %	11,9 %	12,3 %	11,9 %
= Omløpsfordel	5,4 %	3,2 %	1,1 %	2,9 %

Tabell 8-9: Omløpsfordel Orkla 2012 – 2014

Det vektete snittet for omløpsfordelen over perioden er på 2,9 %, hvilket betyr at Orkla har høyere driftsinntekter per krone investert i driften enn bransjen. Imidlertid så har omløpsfordelen vært fallende gjennom perioden, og i 2014 var den uvektede fordelen kun 0,09 høyere enn bransjen.

Det vil ofte være slik at selskap som har lave marginer vil ha en høyere omløpshastighet, mens selskap som har høye marginer vil ha en lavere omløpshastighet.¹⁶⁷ En mulig årsak til dette er at bedrifter som opererer i et marked med lave marginer vil kunne være nødt til å investere i mer effektivt produksjonsutstyr for å være konkurransedyktig. Normalt vil dermed selskapets marginer øke grunnet en mer effektiv produksjon, mens omløpshastigheten vil falle som en følge av den økte balanseverdien. En mulig årsak på den fallende omløpshastigheten

¹⁶⁶ Orkla, 4. kvartalsrapport 2014

¹⁶⁷ Knivsflå, K. H. (2015)

kan dermed være at Orkla har investert i mer effektivt produksjonsutstyr. Imidlertid så vet vi også at et større oppkjøp i 2013 har vært med på å trekke denne ned.

Det må også trekkes frem at en omløpsfordel vil være avhengig av den bokførte verdien av netto driftseiendeler. For å forstå hva som ligger bak tallene har vi utført en analyse som ser på forholdet mellom Orkla og bransjens omsetning og noen av eiendelsgruppene som inngår i netto driftseiendeler.

Analyse over bidragsytere omløpshastighet til netto driftseiendeler				
Alle tall er fra 2014 regnskaper	Omsetn. / KF	Omsetn. / Varelager	Omsetn. / Imm. DM	Omsetn. / Fysiske DM
Orkla (kun BCG)	5,32	7,27	1,65	3,12
Nestle	6,83	10,02	1,35	3,23
P&G	13,01	12,29	0,79	3,72
Unilever	9,63	11,62	1,34	4,63
Mondelez	7,27	9,84	0,72	3,48
Bransje samlet	8,57	10,88	1,03	3,65
Orkla (kun BCG) 2011	5,51	6,89	3,22	3,21

Tabell 8-10: Analyse over bidragsytere omløpet til netto driftseiendeler

Tallene i tabellen kan tolkes slik at jo høyere forholdstallet er jo større bidrag vil selskapet eller eiendelsgruppen gi til en økt omløpshastighet. Fra analysen fremkommer det at både størrelsen på kundefordringer, varelager og fysiske driftsmidler trekker mot at Orkla skulle hatt en lavere omløpshastighet enn bransjen i 2014. Dermed er det kun de immaterielle eiendelene igjen som kan forklare hvorfor Orkla likevel har en høyere omløpshastighet. Orklas omsetning i forhold til immaterielle eiendeler er vesentlig større enn tilsvarende tall for bransjen. I merkevarebransjen vil immaterielle eiendeler utgjøre en betraktelig andel av netto driftseiendeler, henholdsvis 66 % i Orkla og 90 % for bransjen. Et sentralt spørsmål er hvordan denne forskjellen fremkommer. Disse forholdstallene er beregnet på bakgrunn av tall som er justert for målefeil og vil derfor inneholde en større andel av immaterielle eiendeler enn tilsvarende tall rapportert i selskapenes finansregnskaper. Ser vi på tilsvarende tall fra de ujusterte regnskapene endrer forholdstallet mellom immaterielle eiendeler og netto driftseiendeler seg til henholdsvis 60 % for Orkla og 86 % for bransjen. Det er altså ikke justeringene som skaper denne differansen. Ettersom egentilvirket goodwill og egentilvirkede immaterielle eiendeler i all hovedsak skal kostnadsføres direkte etter både U.S. GAAP¹⁶⁸ og IFRS¹⁶⁹ er det rimelig å forvente at bransjens større andel av immaterielle eiendeler

¹⁶⁸ U.S. GAAP, ASC 350-20-25-3

¹⁶⁹ IAS 38, Intangible Assets

fremkommer som følge av en større forekomst av oppkjøp. Ved en dypere gjennomgang av bransjens immaterielle eiendeler ser vi at størrelsen på disse har holdt seg på det høye nivået fra 2014 så langt tilbake som til i 2010. For P&G og Mondelez som er selskapene i bransjen med høyest andel var andelen immaterielle eiendeler faktisk enda høyere i 2010 enn ved utgangen av 2014.¹⁷⁰ En eventuell større forekomst av oppkjøp ligger dermed lenger tilbake i tid enn dette.

Vi har også tatt med tilsvarende tall for Orkla for året 2011 hvor omløpshastigheten er høy. I dette året er forholdstallet omtrent det dobbelte av i 2014. Den største årsaken til at Orkla historisk har hatt en høyere omløpshastighet er altså at de immaterielle eiendelene har hatt en vesentlig lavere bokført verdi i forhold til omsetningen enn tilsvarende for bransjen. Dermed anses det rimelig at dette tallet har nærmet seg bransjen i forbindelse med oppkjøpet i 2013.

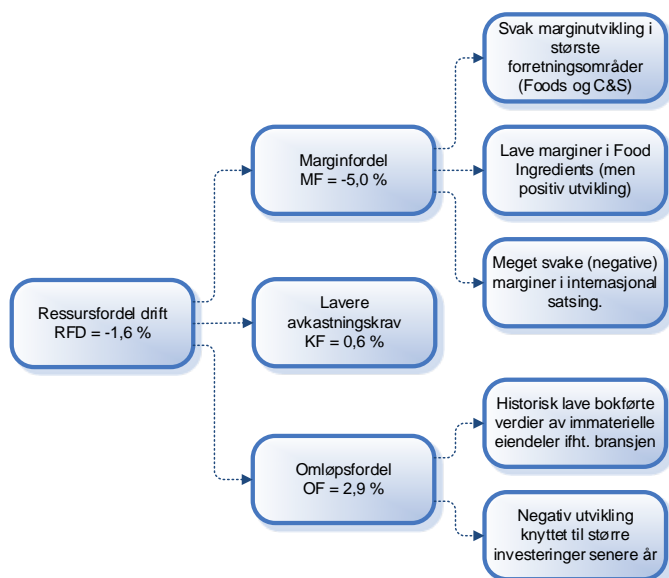
8.3.2.3 Oppsummering ressursfordel

I ressursfordelen er det særegne interne ressurser i den enkelte virksomhet som er utgangspunktet. Under den strategiske analysen i kapittel 4 identifiserte vi ingen varige strategiske fordeler. Merkevarerne kunne riktignok gi en midlertidig fordel overfor deler av bransjen, men også bransjen har sine egne sterke merkevarer. Funnene i den strategiske regnskapsanalysen underbygger at Orkla ikke innehar noen særlige selskapsspesifikke interne ressurser sammenlignet med bransjeselskapene.

Det ble identifisert at selskapet har en marginulempe hvilket kan tenkes å være påvirket av at driften i all hovedsak foregår i land med høye lønnskostnader som Norge og øvrige Norden. Det ble også identifisert manglende kompetanse i den internasjonale satsingen hvilket understøttes av marginene i dette forretningsområdet. I tillegg anses en svekket kronekurs og økt konkurranse fra handelens egne merkevarer å ha bidratt til press på marginene. I utgangspunktet er økt konkurranse fra EMV en bransjeulempe. Årsaken til at denne anses å påvirke også ressursfordelen er at disse produktene historisk har hatt lave andeler i Norge og Norden hvor Orkla har sin kjernevirksomhet. Den internasjonale bransjen har i en høyere grad opplevd konkurranse på dette området tidligere.

Historisk har Orkla hatt en omløpsfordel, hvilket i all hovedsak anses å komme fra lave bokførte verdier knyttet til de immaterielle eiendelene i forhold til tilsvarende tall for bransjen. Oppkjøp de senere årene har redusert omløpshastigheten, da det nå ligger mer kapital bak hver krone omsatt.

¹⁷⁰ Stock Analysis on Net, *Procter & Gamble, Mondelez International*



Figur 8-7: Dekomponering av ressursfordel drift

8.3.3 Gearingfordel

En gearingfordel fremkommer ved at dersom netto driftsrentabiliteten er større enn kravet til netto driftseiendeler vil driftsfordelen øke med gearing. Gearing går ut på at investorene i tillegg til å investere egen kapital skalerer investeringen ved å benytte en økt grad av gjeld og minoritetsinteresser. Beregnet gearingfordel over analyseperioden vises i tabellen nedenfor.

Gearingfordel drift	2012	2013	2014	Vektet snitt
Strategisk fordel drift (ndr - ndk)	9,6 %	5,7 %	5,5 %	6,6 %
* Gearing (nfgg + mig)	-44,6 %	-28,9 %	-17,4 %	-28,3 %
= Gearingfordel drift (ndr - ndk) * (nfgg + mig)	-4,3 %	-1,6 %	-1,0 %	-2,0 %

Tabell 8-11: Gearingfordel Orkla 2012 – 2014

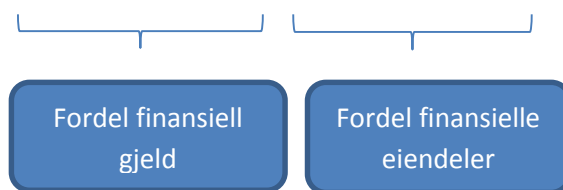
Beregningen viser at Orkla har en strategisk fordel knyttet til driften. Grunnet den høye andelen av finansielle eiendeler har imidlertid Orkla en negativ netto finansiell gjeld, det vil si netto finansielle eiendeler. Etersom verdien av bokført egenkapital dermed er større enn verdien av netto driftseiendeler får selskapet en gearingulempe.

8.4 Finansieringsfordel

I denne delen vil den identifiserte finansieringsfordelen fra tabell 8-3 bli analysert og dekomponert videre. Finansieringsfordelen kan dekomponeres i en fordel knyttet til finansiell gjeld og en fordel knyttet til finansielle eiendeler. For å komme frem til disse fordelene vil finansieringsfordelen i uttrykket under 8.2 bli utledet til følgende.¹⁷¹

¹⁷¹ Knivsfå, K. H. (2015)

$$(nfgk - nfggr) * nfgg = (fgk - fgr) * fgg + (fer - fek) * feg$$



I utgangspunktet forventes det at en eventuell finansiell fordel knyttet til gjelden er liten hvilket kommer av at konkurransen i finansmarkedet er stor. Långivere og kreditorer vil dermed forventes å oppnå en rente eller rentabilitet som omtrent tilsvarer kravet.

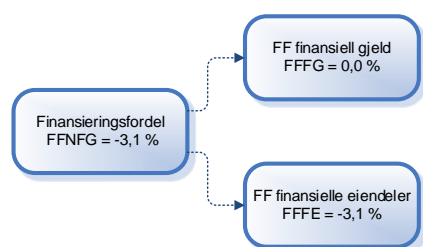
Dekomponering av finansieringsfordel	2012	2013	2014	Vektet snitt	
		Orkla		Orkla	Bransjen
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,1 %	0,1 %	-0,2 %	0,0 %	0,1 %
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	-3,3 %	-3,5 %	-2,6 %	-3,1 %	0,6 %
Finansieringsfordel	-3,2 %	-3,4 %	-2,8 %	-3,1 %	0,7 %

Tabell 8-12: Dekomponering av finansieringsfordel 2012 – 2014

Dekomponeringen av den finansielle fordelene viser at delen av ulempen som knytter seg finansiell gjeld er tilnærmet null, slik som forventet, både for Orkla og for bransjen. Dette betyr at Orkla og bransjen betaler en rente på sin finansiering som tilsvarer kreditorenes krav.

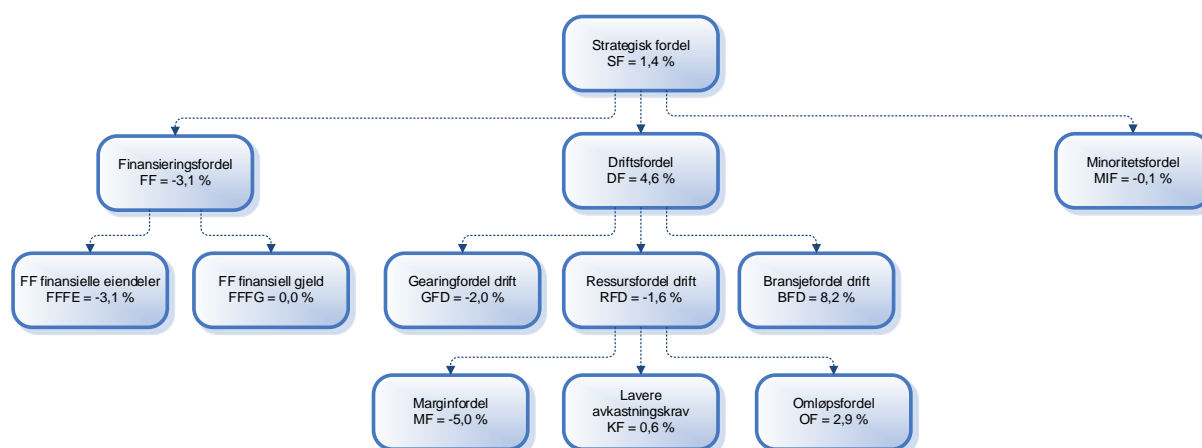
Finansieringsulempen knytter seg dermed i sin helhet til finansieringsulempen for finansielle eiendeler. De finansielle eiendelene består av investeringer i tilknyttet og felles kontrollert virksomhet som over analyseperioden har gitt en vesentlig svakere avkastning enn kravet knyttet til disse investeringene.

Til sist trekker vi kort frem minoritetsinteresseulempen. Som nevnt ovenfor er minoritetsandelen i selskapet meget liten. En eventuell videre analyse av denne ulempen anses dermed ikke å gi noen sentral innsikt som er interessant for fremtidsutviklingen.



Figur 8-8: Dekomponering av finansieringsfordel netto finansiell gjeld

8.5 Oppsummering historisk superrentabilitet



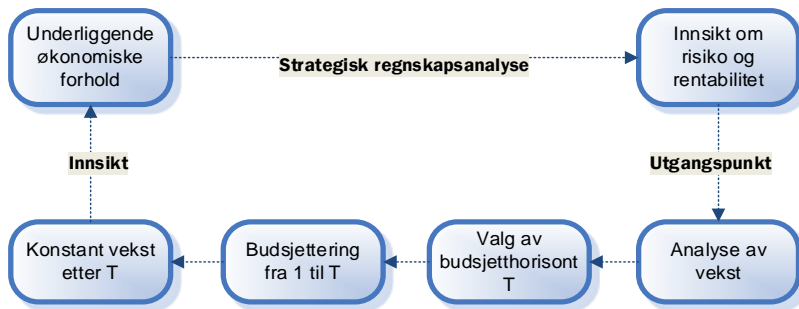
Figur 8-9: Oppsummering – Historisk superrentabilitet Orkla 2012 – 2014 vektet snitt

Regnskapsanalysen oppsummeres ved figuren ovenfor. Denne viser at Orkla over analyseperioden har en vektet strategisk fordel på 1,4 %. Den strategiske fordelene fremkommer fra en driftsfordel på 4,6 % og en finansieringsulempe på 3,1 %. Ved ytterligere dekomponering av driftsfordelen ser vi at denne er skapt som et resultat av en meget sterk bransjefordel, men trekkes ned av en ressursulempe og gearingulempe. Bransjefordelen anses å være skapt som en følge av sterke merkevarer som begrenser trusselen fra nyetableringer, samt relativt lave nivåer av trusler fra forbrukere og leverandører. Videre dekomponeres ressursulempen i en marginfordel og en omløpsfordel. Dette viser at selskapet har svake driftsmarginer i forhold til bransjen. Forretningsområdene Orkla Food Ingredients og Orkla International har spesielt lave marginer. I tillegg anses det faktum at Orkla opererer i land med høyere kostnadsnivå enn bransjen å kunne være en årsak til marginulempen. Ressursulempen begrenses av en positiv omløpsfordel. Ved en dypere analyse viser historien at denne fordelene i all hovedsak fremkommer som en følge av at Orkla har en lav andel kapital bundet opp i goodwill og immaterielle eiendeler i forhold til bransjen. Som nevnt under forutsetningene i kapittel 5 vil tallene i regnskapsanalysen være preget av at Orkla sammenlignes med store aktører som opererer på et globalt nivå. En sammenligning mot en bransje på et geografisk nivå nærmere Orklas kjerneområde ville kunne gi andre resultater. Analysen anses likevel å gi verdifull innsikt som kan benyttes videre i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Til sist dekomponeres finansieringsulempen mellom finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Grunnet høy konkurranse og effektive kapitalmarkeder er effekten fra gjelden tilnærmet null. Finansieringsulempen skyldes altså svak avkastning fra de tilknyttede selskapene.

9 Fremtidsregnskap

I utarbeidelsen av en prognose på fremtidsregnskap vil innsikten man har fått i den strategiske analysen i kapittel 4, risikoanalysen i kapittel 6 og regnskapsanalysen i kapittel 8 gi viktig forståelse for Orklas underliggende økonomiske forhold, og være grunnlaget for budsjettingen av fremtidsregnskapet.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap



Figur 9-1: Rammeverk for fremtidsregnskap¹⁷²

Første steg i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet er å gjennomføre en analyse av vekst. Det er to hovedtyper av vekstanalyser, en som tar utgangspunkt i kapitalvekst og en som tar utgangspunkt i resultatvekst. Ved vurdering av kapitalvekst kan det velges å se på egenkapitalvekst, hvor veksten vil være drevet av enten rentabilitet eller kapitalinnskudd. Ved en analyse av resultatvekst vil en økning i netto resultatvekst være drevet av driftsinntektsvekst samtidig som den vil reduseres av kostnadsvekst. Resultatvekst har sammenheng med rentabilitet som igjen er grunnlaget for kapitalvekst. Siden driftsinntektsveksten vil være med å avgjøre størrelsen på selskapet i fremtiden, regnes denne som den mest grunnleggende budsjettdriveren.¹⁷³ Driftsinntektsveksten vil dermed være et godt utgangspunkt i budsjettingen.

Videre må lengden på budsjettperioden fastsettes, og deretter vil andre budsjett drivere analyseres og fastsettes. For å kunne utarbeide et fremtidsregnskap som inneholder de viktigste elementene i resultat og balanse til bruk i verdsettelsen, må de budsjettlinjene som trengs for å komme frem til sysselsatt kapital og netto driftskapital fremskrives. Basert på dette kan da egenkapitalen og netto utbytte finnes residualt. Med dette som utgangspunkt vil det inkludert driftsinntekter være nødvendig å fremskrive totalt 9 budsjettlinjer, hvor det i hvert av disse elementene vil være en kritisk budsjett driver.

¹⁷² Knivsflå, K. H. (2015)

¹⁷³ Knivsflå, K. H. (2015)

Budsjettlinje	Budsjettdriver
Driftsinntekter	$DIt = (1 + \text{div}_t) * DIt_{-1}$
Netto driftseiendeler	$NDE_{t-1} = DIt / \text{ondet}$
Netto driftsresultat	$NDR_t = \text{ndmt} * DIt$
Finansiell gjeld	$FG_t = \text{fgdt} * NDE_t$
Finansielle eiendeler	$FE_t = \text{fedt} * NDE_t$
Finansiell gjeldsrente	$FK_t = \text{fgrt} * FG_{t-1}$
Finansiell eiendelsrentabilitet	$Fl_t = \text{fer}_t * FE_{t-1}$
Minoritetsdel	$MIt = \text{mirt} * NDE_t$
Netto minoritetsresultat	$NMR_t = \text{mirt} * MIt_{-1}$
Egenkapital	Residualt av $NDE_t - NFG - MI$
Netto betalt utbytte	Residualt av $NRE_t - \Delta EK$

Figur 9-2: Budsjettlinjer til fremskriving, budsjett drivere merket rødt ¹⁷⁴

Fastsettelse av de kritiske budsjettdriverne vil drøftes på bakgrunn av innsikt fra kapittel 4, 6 og 8 i rekkefølge fra tabellen ovenfor. Avslutningsvis vil prognosen på fremtidsregnskapet settes opp, inkludert en prognose på regnskap i horisonten/terminalåret hvor det forventes konstant vekst (steady state).

9.2 Driftsinntektsvekst og budsjett horisont

9.2.1 Organisk driftsinntektsvekst og horisont

Prognosering av vekst er som nevnt en svært viktig del av en verdivurdering. Samtidig er dette sannsynligvis en av de mest usikre delene av verdivurderingen.¹⁷⁵ Vekst i driftsinntekter gir ikke automatisk en økning i verdi på selskapet. En verdiøkning krever at en eventuell inntektsvekst ikke har samme økning i kostnader. For at for eksempel et oppkjøp dermed skal øke verdien på selskapet må det enten skje ved at kjøper betaler mindre for selskapet enn nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene, eller at de klarer å utnytte synergier som følge av oppkjøpet på en god måte.

For å fastsette lengden på budsjettperioden vil flere faktorer være avgjørende. Blant annet vil forståelsen av når selskapet er i et tidspunkt hvor det vil være rimelig å forvente konstant vekst være viktig. Her er viktige faktorer hvor selskapet er i livssyklusen, hvor bransjen er i livssyklusen, selskapets strategier og utførte og planlagte større endringer. Jo nærmere selskapet er steady state, jo kortere trenger budsjett horisonten å være. Kvaliteten på

¹⁷⁴ Knivsflå, K. H. (2015)

¹⁷⁵ Penman, S. H. (2013)

regnskapet til selskapet som vurderes vil også spille en rolle. Med mye verdibasert regnskapsføring vil store deler av verdiene være tatt med i regnskapet og budsjetthorisonten behøver dermed ikke å være lang. Dersom regnskapet er ført etter historisk kost er det i liten grad hensyntatt virkelige verdier i regnskapet og budsjetthorisonten bør derfor være lengre.¹⁷⁶

Orkla er som nevnt et modent selskap i en moden og stabil bransje. Organisk vekst for bransjen som helhet antas derfor å ville komme dersom befolkningen øker og dermed handler mer. Dersom man ser på regnskapene til Orkla og bransjen samlet tyder mye på at det har vært en vekst de siste årene. På den andre siden samsvarer ikke dette med informasjonen fra kapittel 4 om at bransjen er moden, lite konjunkturfølsom og at befolkningsveksten i de viktigste markedene er begrenset og dermed ikke vil utgjøre noen større utslag i organisk vekst. I utgangspunktet antas altså bransjen å være i steady state. For Orkla skyldes økningen i driftsinntekter oppkjøp i analyseperioden, mens bransjeregnskapet vil være påvirket av valutaeffekter mot NOK. Tidligere har vi nevnt at Orkla og bransjen sannsynligvis vil ha ulike vekstforutsetninger, da bransjen på et globalt nivå kan vokse gjennom å gå inn i nye markeder i ulike deler av verden, mens Orkla ikke har en tilsvarende mulighet. Vi vil derfor gjennomføre en analyse av vekst som baserer seg på bransjens vekst i det europeiske markedet for et bedre sammenligningsgrunnlag. Grunnet begrenset segmentrapportering vil denne analysen ikke inkludere Procter & Gamble. For en bedre vurdering av inntektsveksten vil det settes opp vekst for Orkla justert for Rieber & Søn oppkjøpet, samt vekstanalyse for bransjeselskapene i deres opprinnelige presentasjonsvaluta. Dermed unngår vi at bransjens vekst blir påvirket av omregningseffekter.

¹⁷⁶ Knivsflå, K. H. (2015)

	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Orkla					
Omsetning	26 152	25 906	29 087	29 599	
Justering R&S			2 419	3 225	
Justert omsetning	26 152	25 906	26 668	26 374	
Vekst		-0,9 %	2,9 %	-1,1 %	0,4 %
Bransjen i lokal valuta (kun Europa)					
Nestlé	15 243	15 388	15 567	15 175	
Vekst		1,0 %	1,2 %	-2,5 %	-0,4 %
Mondelez	14 874	13 817	14 059	13 912	
Vekst		-7,1 %	1,8 %	-1,0 %	-1,6 %
Unilever	13 493	13 879	13 506	13 219	
Vekst		2,9 %	-2,7 %	-2,1 %	-1,1 %
Bransje samlet vekst		-0,8 %	0,1 %	-1,4 %	-0,8 %

Tabell 9-1: Analyse av driftsinntektsvekst Europa

Fra tabellen fremkommer det at veksten for både bransjeselskapene og Orkla stort sett varierer mellom å være lav eller negativ i perioden. Dette tyder på at bransjen er i steady state, og underbygger at budsjett horisonten bør være relativt kort. Regnskapet til Orkla vurderes til å ha god kvalitet, men med lite omfang av verdibasert regnskapsføring. En passende budsjett horisont vil da være 5-10 år, og etter en totalvurdering settes denne til 6 år. Etter dette regnes veksten å være konstant. Budsjettperioden blir derfor 2015 – 2020, hvor horisonten T blir år 2020.

I utarbeidelsen av prognosen på driftsinntektsveksten i merkevarebransjen vil faktorer som befolkningsvekst og markedsandel være kritiske. Befolkningsveksten i de nordiske landene og Baltikum er forventet å være relativt lav de neste 10 årene. Norge forventes å oppleve en vekst på 0,9 % årlig, mens tilsvarende tall for Norden samlet og Baltikum er på henholdsvis 0,6 % og – 0,4 %. Samlet sett tilsier dette at det vil være noe begrenset organisk vekst fremover, men noe vekst fra befolkningsøkning anses likevel som sannsynlig.

En ytterligere vekst vil dermed måtte fremkomme ved økte markedsandeler. Gjennom den strategiske analysen avdekket vi at den interne rivaliseringen i bransjen var en trussel som ville kunne få stor påvirkning i fremtiden. I tillegg ble det trukket frem en forventning om at omsetningen av handelens egne merkevarer vil øke i de kommende årene, spesielt i Norge hvor disse historisk har hatt en lav andel. Disse faktorene vil kunne medføre at Orkla vil tape markedsandeler og isolert sett oppleve negativ vekst som følge av dette. Samtidig avdekket vi at Orklas merkevarer i utgangspunktet lett kan byttes ut og veien til et substitutt er kort. Likevel vil faktorer som at merkevarene er innarbeidet hos forbrukerne og at mat og

basisvarer i forhold til inntekt er relativt billig i Norden kunne bidra til at Orkla likevel klarer å opprettholde sin posisjon i markedet.

For at Orkla skal klare å ta markedsandeler fra konkurrentene må selskapet treffe med sine markedsføringskampanjer og klare en tidsriktig og god tilpasning til trender i bransjen sammenlignet med konkurrentene. Spørsmålet blir dermed om Orkla vil klare å utnytte de trendene som er i markedet nå, blant annet knyttet til helse, kvalitetskrav, sosialt ansvar og tilgjengelighet. Vi har nevnt at Orkla anses som en innovativ virksomhet med lang erfaring som vil ha gode muligheter for å tilpasse seg nåværende og kommende trender. Samtidig kan det være slik at produktmiksen samlet sett er moden, og det kan tenkes at vekst i nye produkter ikke nødvendigvis vil gi noen vekst samlet sett da eldre produkter fases ut og erstattes av de nye. Dette vil kunne begrense den veksten Orkla kan klare å oppnå ved god og tidsriktig tilpasning til trender i markedet.

Oppsummert forventer vi at Orkla vil klare å utnytte trender i markedet, og dermed vil klare å ta noe markedsandeler fra konkurrentene i de første årene av budsjettperioden. Riktignok vil intern rivalisering, handelens integrering bakover i verdikjeden og sårbarhet overfor substitutter gjør at denne blir begrenset. Sammen med noe befolkningsvekst mener vi det er realistisk at selskapet i de første årene av budsjettperioden vil klare å oppnå en noe sterkere vekst enn dagens nivå. Driftsinntektsveksten settes derfor med en jevn økning fra dagens nivå på 1,8 % opp til 3,0 % i 2017.

På lengre sikt er det ingen indikasjoner på at Orkla kan forventes å kapre markedsandeler og vokse i all fremtid, selv om det i utgangspunktet er en relativt lav vekst vi har fastsatt. Det forventes riktignok at Orkla vil klare å opprettholde sine markedsandeler og oppnå en begrenset vekst i takt med Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 % i årene frem mot og i horisonten. Et viktig moment å hensynta i denne vurderingen er den risikofrie renten over budsjettperioden. Den risikofrie renten er svært lav og det er konsensus at renten vil holde seg lav i lang tid. Et spørsmål blir dermed om den lave renten indikerer at inflasjon og vekst i økonomien for øvrig vil være lav i lang tid fremover. Utviklingen i den risikofrie renten drøftes i kapittel 10 og er forventet å være lavest i årene 2015 – 2018 før den nærmer seg et mer normalt nivå i årene 2019 – 2020. Med dette forventer vi at også inflasjonen vil ligge på normaliserte nivåer rundt inflasjonsmålet på 2,5 % i horisonten. Den forventede lave veksten for bransjen, sammen med trusselen fra intern rivalisering og handelens egne merkevarer samt sårbarheten overfor substitutter gjør at vi likevel ikke forventer at selskapet vil klare å oppnå

en vekst noe særlig høyere enn inflasjonsmålet i horisonten. Den forventede veksten på lang sikt settes derfor med en gradvis nedgang mot og til 2,5 % i horisonten.

Videre vil et selskap som Orkla fortsette å se etter gode oppkjøpskandidater i markedet og med høy sannsynlighet gjøre oppkjøp også i fremtiden. Disse vil som nevnt ikke øke verdien på selskapet alene, men i alle fall øke driftsinntektene. Det vil uansett være utfordrende å innarbeide oppkjøp i fremtiden som ikke er kjente. Det vurderes som lite sannsynlig at Orkla vil klare å gjøre oppkjøp av merkevarer/merkevareselskaper hvor prisen vil være vesentlig lavere enn virkelig verdi på oppkjøpstidspunktet. Derimot er det mulig at Orkla vil klare å utnytte synergier ved eventuelle oppkjøp. I januar 2015 informerte Orkla om at de vil kjøpe 100 % av aksjene i Cederroth, og dette bør innarbeides i den fremtidige veksten. Nedenfor følger en kort analyse av oppkjøpet av Cederroth.

9.2.2 Oppkjøp av Cederroth

Formål med kjøpet

Formålet med kjøpet av Cederroth er strategisk og vil særlig styrke Orkla Home & Personal sin tilstedeværelse i Sverige. I forbindelse med kunngjøringen av kjøpet uttalte konsernsjef Peter A. Ruzicka i Orkla at *"Det er identifisert betydelige synergier både på kostnads- og inntektssiden"*.¹⁷⁷ Deler av selskapenes produktkategorier er komplementære, i tillegg til at Orkla vil få innpass i nye produktkategorier. Sammenslåingen vil også styrke selskapenes samlede konkurransekraft i de lokale markedene hvor den internasjonale konkurransen er betydelig. Et relevant moment her er at det kun er kjøperspesifikke synergier som gir verdiskapning, mens synergier som andre kjøpere ville kunne oppnådd må antas reflektert i prisen.¹⁷⁸ For å analysere dette kunne vi utført en fullstendig PPA-analyse hvor slike merverdier ble identifisert. Kjøpet anses imidlertid å være av en såpass liten størrelse i forhold til Orklas totale størrelse at dette ikke anses hensiktsmessig. Vi vil isteden innarbeide oppkjøpet gjennom den budsjetterte kontantstrømmen over budsjettperioden.

Nøkkelinformasjon vedrørende kjøpet og regnskapstall

Kjøpesum: SEK 502 millioner

Transaksjonen forventes ferdigstilt siste kvartal 2015 og verdsetter hele selskapet på gjeldfri basis til SEK 2 015 millioner.¹⁷⁹

¹⁷⁷ Orkla, *Orkla kjøper Cederroth*

¹⁷⁸ Kaldestad, Y. Møller, B. (2011)

¹⁷⁹ Orkla, *Orkla kjøper Cederroth*

Nøkkeltall Cederroth	2011	2012	2013	Snitt (uvektet)
Driftsinntekter	2 099	1 979	2 000	2 026
Driftsresultat	205	145	157	169
Årsresultat	76	35	23	45
Egenkapital	245	274	308	276
Totalkapital	2 522	2 504	2 502	2 509
Netto driftsresultat	175	123	134	144
Netto driftskapital	1 741	1 723	1 735	1 733
Driftsinntektsvekst		-5,7 %	1,1 %	-2,3 %
Omløpet til NDE		1,18	1,20	1,19
Netto driftsmargin		6,2 %	6,7 %	6,5 %

Tabell 9-2: Nøkkeltall Cederroth i SEK¹⁸⁰

Påvirkning i fremtidsregnskapet

Driftsinntektene til Cederroth tilsvarte ca. 7 % av driftsinntektene i Orkla i 2013. Det vil derfor i fremtidsregnskapet bli lagt inn en ekstraordinær vekst i driftsinntekter på 7 % som får virkning i perioden Q4 2015 til Q3 2016. Dette medfører at Orklas driftsinntekter øker med totalt MNOK 2 072 over denne perioden i tillegg til ordinær organisk vekst. Cederroth har et stabilt omløp til netto driftseiendeler som kun er marginalt høyere enn tilsvarende for Orkla i 2014. Isolert sett anses derfor ikke dette å gi noen merkbar effekt på denne størrelsen hos Orkla. Netto driftseiendeler økes i fremtidsregnskapet ved driftsinntekter dividert med omløpet til netto driftseiendeler. Økningen som legges inn i driftsinntekter fra oppkjøpet samt omløpet til netto driftseiendeler medfører at det i fremtidsregnskapet innarbeides at Cederroth tilfører Orkla netto driftseiendeler på totalt 1 700 – 1800 millioner NOK. Dette anses rimelig mot bokført netto driftskapital i Cederroth pr 2013. I tillegg må en eventuell premie betalt for nettoeiendelene hensyntas. Denne premien er beregnet ved differansen mellom beløpet som transaksjonen verdsetter selskapet til på gjeldfri basis og verdien av nettoeiendelene. Premien inkluderes så i fremtidsregnskapet gjennom at omløpet til netto driftseiendeler justeres ned slik at økningen i netto driftseiendeler tilsvarende denne premien. I tillegg medfører Cederroth sin svakere netto driftsmargin at Orklas marginer på kort sikt vil kunne falle noe.

Påvirkning aksjekurs

Det var ingen merkbare effekter på Orkla sin aksjekurs den 15. januar 2015 når kjøpet ble offentliggjort.¹⁸¹ Det kan dermed tyde på at markedet ikke anser at kjøpet er verken særlig godt eller særlig dårlig, og at Orkla derfor har betalt prisen selskapet var verdt. Sagt på en

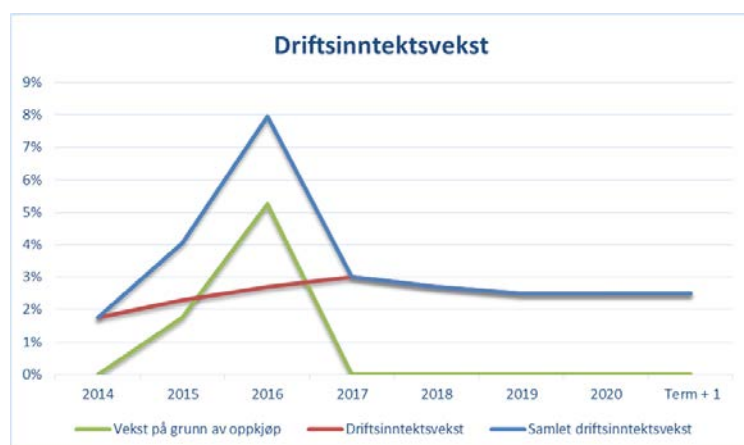
¹⁸⁰ Cederroth AB, Årsrapport 2011 - 2013

¹⁸¹ Datastream databaseverktøy

annen måte har Orkla kjøpt en krone for en krone. Det kan likevel se ut som om Orkla har kjøpt Cederroth til en rimelig pris i henhold til DNB Markets, som viser til at merkevareleverandører verdsettes i markedet til gjennomsnittlig EBITDA på 13,5, mens verdsettelse for Cederroth i forbindelse med oppkjøpet var på 10.¹⁸²

9.2.3 Fastsettelse av driftsinntekstvekst og driftsinntekter

Basert på vurderingene ovenfor vil de budsjetterte driftsinntektene utvikle seg følgende.



Figur 9-3: Driftsinntekstvekst Orkla 2015 – Terminal +1

Fremskriving - Driftsinntekter	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term + 1
Driftsinntekt t-1	29 087	29 599	30 798	33 246	34 244	35 168	36 047	36 949
* (Driftsinntekstvekst t	1,8 %	2,3 %	2,7 %	3,0 %	2,7 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
+ Vekst på grunn av oppkjøp t)	0,0 %	1,8 %	5,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
= Driftsinntekt t	29 599	30 798	33 246	34 244	35 168	36 047	36 949	37 872

Tabell 9-3: Fremskriving driftsinntekter Orkla 2015 – Terminal +1

9.3 Andre budsjett drivere

I dette kapitlet vil de øvrige budsjett drivere som vist i figur 9-2 fastsettes.

9.3.1 Netto driftseiendeler

Budsjett drivere for å fremskrive netto driftseiendeler er omløpet til netto driftseiendeler (onde). Denne viser til effektiviteten på driftskapitalen og hvor mange ganger den kaster av seg i løpet av et år. I 2015 er onde gitt på grunn av at driftsinntektene i 2014 allerede er fastsatt. Orkla har historisk en onde som er høyere enn bransjen, men denne har de siste årene vært fallende.

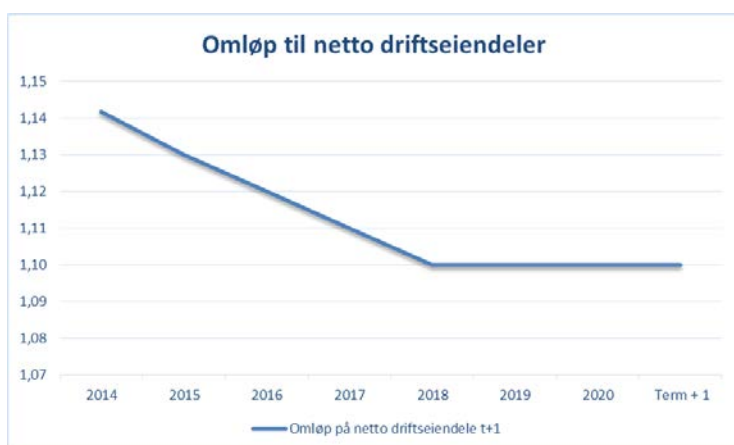
Markedet Orkla hovedsakelig opererer innen har blant de høyeste lønnskostnadene i verden, noe som kan forklare at de har lavere marginer enn konkurrentene. En mulig respons fra Orkla for å møte dette vil kunne være å investere i mer effektivt produksjonsutstyr.

¹⁸² Danske Markets, *Orklas oppkjøp av Cederroth er innvannende*

Investering i produksjonsutstyr vil øke den bokførte verdien av driftsmidlene, hvilket isolert vil redusere onde. Dersom investeringen i tillegg muliggjør økt produksjon og salg vil riktignok onde kunne øke. Imidlertid anses ikke nåværende kapasitet og dets produksjonstak å være en begrensning for selskapet. Formålet med eventuelle investeringer vil dermed måtte være effektivisering av produksjonen, hvilket normalt vil gi bedre marginer og lavere onde. Det kan dermed være rimelig å forvente at onde vil falle ytterligere.

I regnskapsanalysen avdekket vi at den største årsaken til at Orklas onde historisk har vært høyere enn bransjens er at den bokførte verdien av de immaterielle eiendelene i forhold til omsetningen har vært vesentlig lavere enn tilsvarende for bransjen. Reverseringen mot bransjen som fremkom ved oppkjøpet av Rieber og Søn ble derfor ansett som en rimelig utvikling. Det er dermed ikke noen underliggende forhold som tilsier at dette fallet vil fortsette i de kommende årene.

Oppsummert forventer vi at onde vil falle noe fra dagens nivå som følge av sannsynlige investeringer i mer effektivt produksjonsutstyr. Likevel vil onde fortsatt kunne ligge noe over bransjesnittet da de immaterielle eiendelene som nevnt historisk er bokført til en lav verdi. Sett samlet vil nedgangen være begrenset og onde forventes i fremtiden å ligge nært nivået i 2014. Etter en mindre nedgang forventer vi at fra året 2018 og inn i horisonten vil onde holde seg på et nivå på 1,1. På kort sikt vil økningen i driftsinntektene fra Cederroth medføre at netto driftseiendeler gjør et hopp i starten av budsjettperioden. Dette gir følgende forventede utvikling for omløpet til- og netto driftseiendeler.



Figur 9-4: Fremskrivning omløpet til netto driftseiendeler Orkla 2015 – Terminal +1

Fremskriving - Netto driftseiendeler	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term + 1
Driftsinntekt t+1	30 798	33 246	34 244	35 168	36 047	36 949	37 872	38 819
/ onde t+1	1,142	1,130	1,120	1,110	1,100	1,100	1,100	1,100
= Netto driftseiendeler t	26 975	29 421	30 575	31 683	32 770	33 590	34 429	35 290

Tabell 9-4: Fremskriving netto driftseiendeler Orkla 2015 – Terminal +1

9.3.2 Netto driftsresultat

Budsjettdriveren for å fremskrive netto driftsresultat er netto driftsmargin (ndm). De siste to årene har netto driftsmarginen vært på mellom 7 – 8 %, hvilket har vært 4 – 5 % lavere enn tilsvarende for bransjen. Vi har argumentert for at en mulig årsak til forskjellen kan være at Orkla opererer i land med et høyt kostnadsnivå. Det er som nevnt ikke gitt at bransjen har bedre marginer i Norden, men på en global skala ser vi at bransjen har bedre marginer enn Orkla.

I den strategiske analysen er det avdekket at spesielt faktorer som svak vekst samt handelens integrering bakover i verdikjeden vil kunne medføre et marginpress i bransjen. I tillegg forventes det svakere økonomisk utvikling i Norge de kommende årene. Disse faktorene vil kunne medføre at driftsmarginen vil falle fra dagens nivå.

På den annen side har vi lagt inn en mindre nedgang i onde som følge av investering i effektive produksjonsmidler. Nedgangen som er lagt inn i onde er riktignok meget liten, og vil heller ikke gi noen stor innvirkning på driftsmarginen. Det er en mulighet for at Orkla vil øke investeringene mer enn hva vi har lagt inn. Dette vil kunne ha en positiv effekt på marginen, men vil normalt komme på bekostning av en lavere onde.

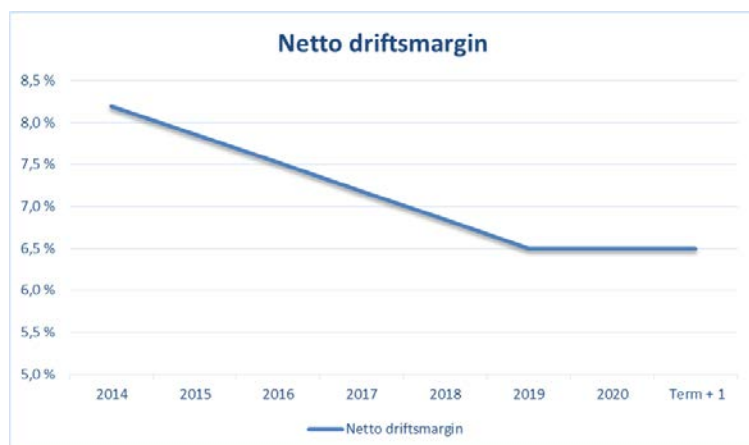
Videre er en svekket kronkurs identifisert som en faktor som kan øke innkjøpskostnadene. I tillegg forventes det at råvarepriser vil øke gjennom ordinær kostnadsutvikling. En utfordring marginmessig er om Orkla ikke vil klare å velte disse kostnadene over på forbrukerne.

Truslene knyttet til intern rivalisering og kjedenes forhandlingsmakt vil kunne medføre at prisøkninger i fremtiden blir vanskelig. Dermed forventer vi ikke nødvendigvis at prisene vil falle, men at det vil kunne bli tøffere å øke prisene tilsvarende utviklingen i kostnadene.

Til sist vil vi også hensynta effekten oppkjøpet av Cederroth gir til netto driftsmargin. Cederroth er et lite selskap i forhold til Orkla, men grunnet en vesentlig lavere margin forventes oppkjøpet å gi en mindre negativ effekt på Orklas marginer.

Oppsummert forventer vi at driftsmarginene i bransjen vil falle fra dagens nivå hovedsakelig fra et tøffere konkurransemarked hvor kostnadsøkninger blir vanskelig å velte over i prisøkninger. Orklas margin settes i horisonten til 6,5 %, hvilket er 1-2 % lavere enn nivået de

siste årene. Vi vil for ordens skyld bemerke at dette er en margin etter skatt. Reduksjonen forventes å skje gradvis, hvilket gir følgende forventede utvikling i netto driftsmargin.



Figur 9-5: Fremskrivning netto driftsmargin Orkla 2015 – Terminal +1

Fremskrivning - Netto driftsresultat	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term + 1
Driftsinntekt t	29 599	30 798	33 246	34 244	35 168	36 047	36 949	37 872
* netto driftsmargin t	8,20 %	7,86 %	7,52 %	7,18 %	6,84 %	6,50 %	6,50 %	6,50 %
= Netto driftsresultat t	2 426	2 419	2 499	2 458	2 405	2 343	2 402	2 462

Tabell 9-5: Fremskrivning netto driftsresultat Orkla 2015 – Terminal +1

9.3.3 Netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld vil styres av andelen finansielle eiendeler og finansiell gjeld i selskapet. Her vil derfor budsjettdriverne knyttet til både finansielle eiendeler og finansiell gjeld behandles. Driveren her er forholdet mellom andelen av finansiell gjeld og eiendeler mot netto driftseiendeler.

Det vanlige blant selskapene notert på Oslo Børs er en finansiell gjeldsdel på ca. 50 %.¹⁸³ Orkla har en historisk andel som har vært fallende, mye på grunn av ikke videreført virksomhet, og i 2014 var den finansielle gjeldsandelen på 37 %. Selskapet har historisk hatt en høy egenkapital, og det seneste oppkjøpet vil bli finansiert gjennom bruk av nåværende kredittrammer. Dette tilsier en fortsatt lav gjeldsdel. Bransjen er ikke preget av høy vekst og volatilitet, og regnes derfor som noe mindre risikabel enn snittet på Oslo Børs. Isolert sett skulle dette tilsi at Orkla kan ha en høyere gjeldsdel. Samtidig har Orkla investeringer i ikke driftstilknyttet virksomhet som må finansieres. Fra finansieringsmatrisen i kapittel 6 ser man at disse er finansiert av 42 % egenkapital og resten langsiktig gjeld. Oppsummert forventes det at Orkla vil fortsette å ha en finansiell gjeldsdel noe under snittet på Oslo Børs i horisonten, men at denne er svakt økende over budsjettperioden i forhold til dagens nivå

¹⁸³ Knivsflå, K. H. (2015)

grunnet den lavere risikoen i bransjen og en forventning om fortsatt stabil utbyttepolitikk, og ender på 40 % i horisonten.

Finansiell eiendelsdel er typisk rundt 20 % blant selskapene notert på Oslo Børs.¹⁸⁴ Dersom et selskap har høy eiendelsdel knyttet til likvider tyder dette på at det er for stor del av overskuddslikviditet i selskapet. Dette er imidlertid ikke tilfelle for Orkla, da finansielle eiendeler stort sett består av investeringer i tilknyttet virksomhet. Orkla har for de finansielle eiendelene hatt en historisk andel som har vært sterkt fallende, og som for den finansielle gjeldsdelen er dette mye på grunn av ikke videreført virksomhet. I 2014 var den finansielle eiendelsdelen på 59 %.

Dersom Orkla opprettholder eierskapet i de tilknyttede selskapene forventes det små endringer i investeringene de neste årene, med en sannsynlig svak økning. Dette følger av at det ikke forventes nye investeringer i tilknyttede selskaper, samtidig som de eneste endringene i balanseført verdi vil fremkomme som differansen mellom andel resultat og utbetalt utbytte. Vi vil også komme nærmere tilbake til verdsettelsen av de finansielle eiendelene i slutten av kapittel 11. Finansiell eiendelsdel settes dermed til 46 % i horisonten. Dette gir følgende utvikling over budsjettperioden for netto finansiell gjeld.

Fremskriving - Netto finansiell gjeld	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term + 1
Netto driftseiendeler t	26 975	29 421	30 575	31 683	32 770	33 590	34 429	35 290
* finansiell gjeldsdel t	37,23 %	37,79 %	38,34 %	38,89 %	39,45 %	40,00 %	40,00 %	40,00 %
= Finansiell gjeld t	10 044	11 118	11 722	12 323	12 927	13 436	13 772	14 116
Netto driftseiendeler t	26 975	29 421	30 575	31 683	32 770	33 590	34 429	35 290
* finansiell eiendelsdel t	59,00 %	55,00 %	52,00 %	50,00 %	48,00 %	46,00 %	46,00 %	46,00 %
= Finansielle eiendeler t	15 915	16 182	15 899	15 842	15 730	15 451	15 837	16 233
= Netto finansiell gjeld t (FG-FE)	-5 872	-5 064	-4 176	-3 519	-2 803	-2 015	-2 066	-2 117

Tabell 9-6: Fremskriving netto finansiell gjeld Orkla 2015 – Terminal +1

Fra tabellen over er det verdt å merke seg at Orkla også i fremtiden vil ha negativ netto finansiell gjeldsdel.

9.3.4 Netto finanskostnad

Netto finanskostnad styres av rentekostnaden på den finansielle gjelden og avkastningen på de finansielle eiendelene som ble budsjettert ovenfor.

I regnskapsanalysen har vi konkludert med at det historisk ikke er noen finansieringsfordel knyttet til den finansielle gjelden. Finansmarkedet er preget av høy konkurranse og fungerer effektivt. Det er ingen indikasjoner på at dette vil endre seg i fremtiden, og den finansielle

¹⁸⁴ Knivsflå, K. H. (2015)

gjeldsrenten i fremtiden settes derfor lik avkastningskravet på den finansielle gjelden. Disse er beregnet for hvert år og for horisonten i kapittel 10.

Når det gjelder avkastningen på de finansielle eiendelene har disse historisk vært lavere enn avkastningskravet, og i 2014 var avkastningen på kun 0,9 %. Over budsjettperioden forventes det at Jotun vil fortsette å levere sterke resultater slik de har gjort historisk. Gränges har levert positive resultater i perioden 2011 til 2013 hvor de var fullt ut konsoliderte i konsernregnskapet til Orkla. Basert på dette anses det derfor som rimelig at Gränges i fremtiden fortsatt vil gi tilfredsstillende avkastning. Når det gjelder Sapa som utgjør den største kapitalbindingen av de tilknyttede selskapene forventes det at denne også vil gi en avkastning lik kravet på sikt. Vi mener imidlertid at dette vil ta noen år, da selskapet har levert negative resultater de siste to årene samt er i en restruktureringsfase. Samlet sett forventes det dermed at avkastningen på de finansielle eiendelene blir lik avkastningskravet i horisonten. Veien dit vil gå gradvis fra en lav positiv avkastning de første årene til en avkastning nærmere kravet de senere årene i budsjettperioden. Avkastningskravet til horisonten er beregnet i kapittel 10.

Fremskriving - Netto finanskostnad	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term + 1
Finansiell gjeld t-1	12 805	10 044	11 118	11 722	12 323	12 927	13 436	13 772
* fgr t	3,38 %	2,26 %	2,00 %	2,09 %	2,41 %	3,12 %	3,83 %	3,83 %
= Netto finanskostnader t	380	227	223	245	297	404	515	527
Finansielle eiendeler t-1	18 099	15 915	16 182	15 899	15 842	15 730	15 451	15 837
* fer t	0,91 %	1,90 %	2,88 %	3,87 %	4,85 %	5,84 %	6,82 %	6,82 %
= Netto finansinntekter t	154	302	466	615	768	918	1 054	1 080
= Netto finansiell gjeldskostnad t (FK-FI)	226	-75	-243	-369	-471	-514	-539	-553

Tabell 9-7: Fremskriving netto finanskostnad Orkla 2015 – Terminal +1

Fra tabellen over er det verdt å merke seg at Orkla i fremtiden vil ha finansinntekter som mer enn dekker finanskostnadene.

9.3.5 Minoritetsinteresser

Budsjettdriveren for å fremskrive minoritetsinteressene er minoritetsdelen sett mot netto driftseiendeler. Historisk har denne vært lav for både Orkla og bransjen. Orkla vil kjøpe 100 % av aksjene i Cederroth, og Cederroth har ingen minoritetsinteresser i sitt regnskap. Oppkjøpet vil derfor ikke øke denne delen. Det er ingen andre indikasjoner på at det vil komme større endringer på minoritetsinteressene. Minoritetsdelen har vært fallende de siste årene, og i 2014 var den på 0,91 %. Det forventes at denne vil holde seg på dette lave nivået i årene fremover. Denne settes derfor til 1 % i horisonten.

Fremskriving - Minoritetsinteresser	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term + 1
Netto driftseiendeler t	26 975	29 421	30 575	31 683	32 770	33 590	34 429	35 290
* minoritetsdel t	0,91 %	0,93 %	0,94 %	0,96 %	0,98 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
= Minoritetsinteresser t	245	273	289	305	322	336	344	353

Tabell 9-8: Fremskriving minoritetsinteresser Orkla 2015 – Terminal +1

9.3.6 Minoritetsresultat

Budsjettdriveren for å fremskrive minoritetsresultatet er netto minoritetsrentabilitet. Historisk har netto minoritetsresultat variert mye. Rentabiliteten basert på gjennomsnittlig kapital har variert fra minus 2,39 % i 2012 til 31 % i 2013 og 22 % i 2014. Dette gir et vektet snitt på 18,89 %. Til sammenligning var minoritetskravet i disse årene på henholdsvis 7,6 %, 7,5 % og 7,2 %. Dette kan tyde på at verdien av minoritetsinteressene er undervurdert.

Minoritetsdelen i Orkla er liten, og forventes å være liten i fremtiden. Basert på det varierende og noe tilfeldige minoritetsresultatet de senere årene anser vi ikke at det foreligger noe grunnlag for at minoriteten skal oppnå vesentlig bedre avkastning enn majoriteten i fremtiden. Dermed settes minoritetsrentabiliteten lik kravet i horisonten, med en gradvis reduksjon til det forventede nivået over perioden. Avkastningskravet til horisonten er beregnet i kapittel 10.

Fremskriving - Netto minoritetsresultat	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term + 1
Minoritetsinteresser t-1	301	245	273	289	305	322	336	344
* mir t	17,94 %	15,00 %	13,65 %	12,30 %	10,95 %	9,60 %	8,25 %	8,25 %
= Netto minoritetsresultat t	54	37	37	36	33	31	28	28

Tabell 9-9: Fremskriving netto minoritetsresultat Orkla 2015 – Terminal +1

9.4 Fremtidsregnskap og fri kontantstrøm

Basert på fremskrivingen av budsjettdriverne og budsjettlinjene i kapital 9.2 og 9.3 kan dermed fremtidsregnskap for resultatet, sysselsatt kapital, netto driftskapital og kontantstrøm settes opp. Herfra vil netto betalt utbytte og endring i egenkapitalen fastsettes residualt.

Fremskriving - Resultat	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term + 1
<i>Beløp i mill. NOK</i>								
Driftsinntekter	29 599	30 798	33 246	34 244	35 168	36 047	36 949	37 872
Netto driftsresultat	2 426	2 419	2 499	2 458	2 405	2 343	2 402	2 462
+Netto finansinntekter	154	302	466	615	768	918	1 054	1 080
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	2 580	2 721	2 965	3 073	3 174	3 261	3 455	3 542
- Netto finanskostnader	-380	-227	-223	-245	-297	-404	-515	-527
- Netto minoritetsresultat	-54	-37	-37	-36	-33	-31	-28	-28
= Nettoresultat til egenkapital	2 146	2 457	2 705	2 792	2 843	2 827	2 913	2 986
+ Unormalt netto driftsresultat	504	-	-	-	-	-	-	-
+ Unormalt netto finansresultat	300	-	-	-	-	-	-	-
- Unormalt netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-	-
= Fullstendig nettoresultat	2 950	2 457	2 705	2 792	2 843	2 827	2 913	2 986
- Netto betalt utbytte	-2 370	-846	-2 456	-2 357	-2 488	-2 809	-2 031	-2 082
= Δ Egenkapital	580	1 612	249	435	355	18	882	904

Tabell 9-10: Fremskriving resultat Orkla 2015 – Terminal +1

Fremskrivning - Sysselsatt kapital								
Beløp i mill. NOK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term + 1
Netto driftseiendeler	26 975	29 421	30 575	31 683	32 770	33 590	34 429	35 290
+ Finansielle eiendeler	15 915	16 182	15 899	15 842	15 730	15 451	15 837	16 233
= Sysselsatte eiendeler	42 890	45 603	46 473	47 525	48 500	49 041	50 267	51 523
Egenkapital majoritet	32 601	34 213	34 462	34 897	35 252	35 269	36 151	37 055
+ Minoritetsinteresser	245	273	289	305	322	336	344	353
+ Finansiell gjeld	10 044	11 118	11 722	12 323	12 927	13 436	13 772	14 116
= Sysselsatt kapital	42 890	45 603	46 473	47 525	48 500	49 041	50 267	51 523

Tabell 9-11: Fremskrivning sysselsatt kapital Orkla 2015 – Terminal +1

Fremskrivning - Netto driftskapital								
Beløp i mill. NOK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term + 1
Netto driftseiendeler	26 975	29 421	30 575	31 683	32 770	33 590	34 429	35 290
Egenkapital majoritet	32 601	34 213	34 462	34 897	35 252	35 269	36 151	37 055
+ Minoritetsinteresser	245	273	289	305	322	336	344	353
+ Netto finansiell gjeld	-5 872	-5 064	-4 176	-3 519	-2 803	-2 015	-2 066	-2 117
= Netto driftskapital	26 975	29 421	30 575	31 683	32 770	33 590	34 429	35 290

Tabell 9-12: Fremskrivning netto driftskapital Orkla 2015 – Terminal +1

Fremskrivning - Kontantstrøm								
Beløp i mill. NOK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term + 1
Netto driftsresultat	2 426	2 419	2 499	2 458	2 405	2 343	2 402	2 462
+ Unormalt netto driftsresultat	504	-	-	-	-	-	-	-
- Endring i netto driftseiendeler	53	-2 447	-1 153	-1 108	-1 087	-819	-840	-861
= Fri kontantstrøm fra drift	2 982	-27	1 346	1 350	1 318	1 524	1 562	1 601
+ Netto finansinntekter	154	302	466	615	768	918	1 054	1 080
+ Unormale netto finansinntekter	300	-	-	-	-	-	-	-
- Endring i finansielle eiendeler	2 184	-266	283	57	112	279	-386	-396
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	5 621	8	2 095	2 021	2 198	2 720	2 229	2 285
- Netto finanskostnader	-380	-227	-223	-245	-297	-404	-515	-527
+ Endring i finansiell gjeld	-2 761	1 074	605	600	604	509	336	344
- Netto minoritetsresultat	-54	-37	-37	-36	-33	-31	-28	-28
+ Endring i minoritetsinteresser	-56	28	16	16	16	14	8	9
= Fri kontantstrøm til egenkapitalen	2 370	846	2 456	2 357	2 488	2 809	2 031	2 082

Tabell 9-13: Fremskrivning kontantstrøm Orkla 2015 – Terminal +1

10 Fremtidskrav og strategisk fordel

Utarbeidelsen av fremtidskrav vil ta utgangspunkt i analyser og beregninger som ble utført under kapittel 7. I kapittel 7 kom vi frem til historiske avkastningskrav for å kunne analysere Orklas historiske resultater. Formålet med avkastningskravet vi nå skal komme frem til er at det skal benyttes til å neddiskontere fremtidsregnskapet. Dermed må det estimeres og beregnes et avkastningskrav fremover i tid. Fremgangsmåten som benyttes vil for det meste være lik fremgangsmåten for de historiske kravene. Imidlertid vil vektingen som benyttes for å komme frem til kravene bli beregnet på inngående kapital for å være konsistent med forutsetninger i fremtidsregnskapet som også er beregnet på inngående kapital. Et sentralt poeng å være klar over her er at vektingen som benyttes bør basere seg på de virkelig verdiene eller målvektene av gjeld og egenkapital mot virksomhetsverdiene, og ikke budsjetterte verdier.¹⁸⁵ En problemstilling er imidlertid at vi ikke har disse verdiene før verdsettelsen er gjennomført. Dette vil bli hensyntatt gjennom konvergering i kapittel 11.

10.1 Egenkapitalkrav

Ved beregningen av egenkapitalkravet vil som tidligere kapitalverdimodellen bli benyttet. Dette kravet vil bli benyttet som diskonteringsfaktor i verdsettelsesmodellene etter egenkapitalmetoden. Sentrale faktorer i beregningen av egenkapitalkravet er risikofri rente, markedsrisikopremien og egenkapitalbeta. I tillegg vil effekten av den effektive utbytteskatten bli vurdert.

10.1.1 Risikofri rente

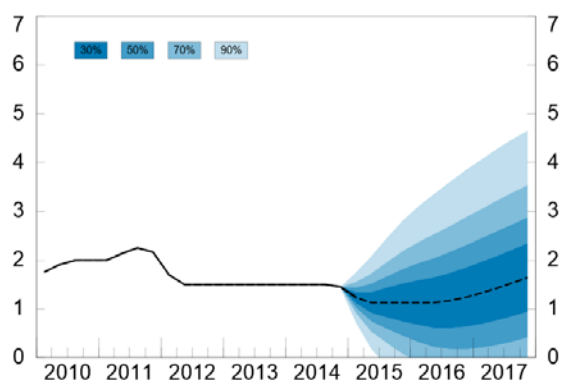
I kapittel 7.2.1 ble det argumentert for at langsiktige renter kan være det mest hensiktsmessige valget for den risikofrie renten når selskapet som analyseres forventes å ha en lang levetid, da denne renten dermed vil passe bedre til kontantstrømmen til selskapet som verdsettes. Orkla er et stort og stødig selskap i en stabil bransje, med en god finansiell posisjon. Selskapet forventes dermed å ha en lang levetid hvilket taler for at lange renter benyttes videre. Det ble også argumentert for at såfremt det ikke er store forskjeller mellom lange og korte renter vil lange renter kunne være en god praktisk løsning. Den 30.12.2014 er renten på 10-årige norske statsobligasjoner på 1,61 % mens 3-måneders rente på statskasseveksler er på 1,03 %.¹⁸⁶ Hvorvidt dette kan anses som en liten forskjell kan diskuteres. Da en stor andel av kontantstrømmene i fremtidsregnskapet kommer sent i perioden anser vi det likevel som en hensiktsmessig praktisk løsning å benytte 10-årige norske statsobligasjoner som grunnlag for

¹⁸⁵ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010)

¹⁸⁶ Norges Bank, *Statsobligasjoner daglige noteringer*

den risikofrie renten også i beregningen av fremtidskravet. I praksis er det også i stor grad denne renten som benyttes i verdsettelse.¹⁸⁷

Videre må utviklingen i den risikofrie renten over budsjettperioden vurderes. På den ene siden er dagens rentenivå på et historisk lavt nivå og det forventes også at det lave rentenivået vil holde seg lavt i lang tid fremover. På den annen side er det rimelig å forvente at renten på et tidspunkt i fremtiden vil nærme seg et mer normalisert nivå, selv om dette kan være flere år frem i tid.



Figur 10-1: Rentebane styringsrenten fra Norges Bank¹⁸⁸

Rentebanen fra Norges Bank som vises i figuren ovenfor viser at styringsrenten er forventet å ligge på et nivå under 2 % hvert fall frem til utgangen av 2017. Dette taler for at det estimerte rentenivået bør legges relativt lavt også i årene etter denne perioden. En utfordring er at terminalverdien ikke bare inkluderer årene direkte etter år 2020, men også alle år i en uendelig fremtid. Det bør derfor hensyntas i renten for terminalverdien at renten en gang i fremtiden forventes å øke til et høyere nivå igjen. Gjennomsnittlig rente på norske 10-årige statsobligasjoner basert på årlige observasjoner i perioden 1995 – 2014 er på 4,71 %.¹⁸⁹ Det kan argumenteres for at det er sannsynlig at rentenivået på sikt vil komme tilbake til dette nivået. Samtidig er det også en mulighet for at rentenivået i fremtiden vil ligge på et varig lavere nivå grunnet den økonomiske situasjonen verden har opplevd i etterkant av finanskrisen. Vi anser det som rimelig at dette vil kunne være tilfelle. Imidlertid forventer vi at rentenivået på sikt vil ligge godt over dagens rentenivå. Med bakgrunn i dette estimerer vi den risikofrie renten i terminalårene ved å vekte renten skjønnsmessig med en tredel av rentenivået ved inngangen til 2018 samt to tredeler det historiske rentenivået på 4,71 %.

¹⁸⁷ PWC, *Risikopremien i det norske markedet*.

¹⁸⁸ Norges Bank, *Styringsrenten*

¹⁸⁹ Norges Bank, *Statsobligasjoner daglige noteringer*

$$\text{Risikofri rente i år T} = \text{Risikofri rente i 2018 (IB)} * \left(\frac{1}{3}\right) + \text{Gj. snittlig rente 1995 – 2014} * \left(\frac{2}{3}\right) =$$

$$\text{Risikofri rente i år T} = 1,80 * \left(\frac{1}{3}\right) + 4,71 * \left(\frac{2}{3}\right) = 3,74$$

Dette gir følgende rentefordeling i budsjettperioden.

Risikofri rente etter skatt	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term +1
Rente på 10 års norske statsobligasjoner	1,6 %	1,2 %	1,4 %	1,8 %	2,8 %	3,7 %	3,7 %
- Skatt	0,4 %	0,3 %	0,4 %	0,5 %	0,7 %	1,0 %	1,0 %
= Risikofri rente etter skatt	1,2 %	0,9 %	1,0 %	1,3 %	2,0 %	2,7 %	2,7 %

Tabell 10-1: Beregning av risikofri rente etter skatt for årene 2015 – Terminal +1

I beregningen er 2015 renten satt til renten i begynnelsen av året. Endringen i årene 2015 – 2018 er basert på utviklingen i rentebanen til styringsrenten ovenfor, mens endringen fra 2018 – 2020 er basert på lineær utvikling frem mot den forventede fremtidige renten. Renten i terminalårene er på 3,74 % før skatt, hvilket gir en realrente på 1,24 % gitt 2,5 % inflasjon.

10.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er utledet og drøftet under kapittel 7.2.2. I denne vurderingen er det også hensyntatt fremtidig forventet utvikling. Markedets risikopremie vil dermed også i fremtidskravet settes til 5 %.

10.1.3 Beta (β)

Orkla sin betaverdi ble estimert ved bruk av regresjonsanalyse og deretter sammenlignet og justert mot bransjebetaer under kapittel 7.2.3. Denne betaverdien ble deretter brukt til å beregne selskapets sysselsatt kapitalbeta. Det ble argumentet for at i motsetning til egenkapitalbeta, så er betaverdien til den sysselsatte kapitalen konstant over tid, forutsatt Miller & Modigliani sin første proposisjon. Sysselsatt beta er dermed den samme som over den historiske analyseperioden. Dermed vil den sysselsatte betaen sammen med vektene av egenkapital og finansiell gjeld i forhold til den sysselsatte kapitalen bli benyttet for å komme frem til årlig egenkapitalbeta over budsjettperioden. Beregning av egenkapitalbeta vises i appendix tabell 15-23.

10.1.4 Andre risikopremier

Orkla er som nevnt et av de største og mest omsatte selskapene på Oslo Børs. Vi har ikke identifisert noen forhold som skulle tilsi at dette vil endre seg i fremtiden, og andre risikopremier som småselskapspremie og likviditetspremie anses ikke aktuelt for Orkla. Det vil derimot som tidligere bli fastsatt en illikviditetspremie på 2 % knyttet til minoritetsinteressene i selskapet som følge av en høyere innlåsningsrisiko.

10.1.5 Effektiv utbytteskatt

En relevant problemstilling i beregningen av egenkapitalkravet er hvordan eierskatt vil påvirke avkastningskravet. En kan her argumentere for at utbytteskatt berører alle typer investeringer slik at denne er systematisk og inngår i alternativkostnaden. Dermed kan en verdsettelse like gjerne se bort ifra utbytteskatt. På den annen side kan det argumenteres for at skatten ikke er systematisk men skaper visse vridninger da ikke alle investeringer skattlegges likt, slik at utbytteskatt vil ha effekt.¹⁹⁰ Imidlertid så vil den effektive skattesatsen normalt være meget lav grunnet skjerming og ingen utbytteskatt for selskap grunnet fritaksmetoden. Det er dermed kun personlige skatteyttere som vil få denne skatten. Per 31.12.2013 var alle de 20 største aksjonærene i Orkla selskaper med en samlet eierandel på 60,6 %.¹⁹¹ Det anses som rimelig at en ytterligere høy andel av aksjene eies av selskaper. Sett sammen med skjerming for privatpersoner og at de fleste investeringer, med unntak av eiendom, skattlegges relativt likt anser vi det som rimelig at utbytteskatt ikke vil påvirke verdsettelsen vesentlig og denne settes derfor til 0.

10.1.6 Krav til egenkapital

Basert på faktorene drøftet ovenfor er følgende avkastningskrav til egenkapitalen og minoritetsinteressene fastsatt.

Egenkapitalkrav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term +1
Risikofri rente etter skatt	1,2 %	0,9 %	1,0 %	1,3 %	2,0 %	2,7 %	2,7 %
Egenkapitalbeta	0,67	0,68	0,68	0,69	0,70	0,70	0,70
Markedsrisikopremie etter skatt	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
= Egenkapitalkrav	4,5 %	4,3 %	4,4 %	4,8 %	5,5 %	6,3 %	6,3 %

Tabell 10-2: Egenkapitalkrav Orkla 2015 – Terminal +1

Minoritetskrav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term +1
Egenkapitalkrav	4,5 %	4,3 %	4,4 %	4,8 %	5,5 %	6,3 %	6,3 %
+ Illikviditetspremie minoritet	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
= Minoritetskrav	6,5 %	6,3 %	6,4 %	6,8 %	7,5 %	8,3 %	8,3 %

Tabell 10-3: Minoritetskrav Orkla 2015 – Terminal +1

10.2 Krav til finansiell gjeld og finansielle eiendeler

10.2.1 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet beregnes som tidligere med utgangspunkt i den risikofrie renten etter skatt som er estimert ovenfor. I tillegg vil gjeldskravet bestemmes av størrelsen på kredittrisikopremien som er kreditorenes påslag for å hensynta konkurs- og tapsrisikoen. Kredittrisikoen i budsjettperioden vil avhenge av selskapets syntetiske rating i denne

¹⁹⁰ Knivsflå, K. H. (2015)

¹⁹¹ Orkla, Årsrapport 2013

perioden. I den historiske analysen av risiko kom vi frem til en gjennomsnittlig kredittrating på A- for Orkla. Dette er også ratingen for det siste året i analyseperioden, 2014. Det er heller ikke identifisert forhold gjennom den strategiske regnskapsanalysen som skulle tilsi at den finansielle situasjonen i selskapet vil forandre seg vesentlig over budsjettperioden. Vi anser derfor A- ratingen som et rimelig estimat på kredittratingen i årene frem mot- og i terminalåret. Det forutsettes også at den gjennomsnittlige løpetiden på obligasjonslånene vil ligge på omtrent det samme nivået som det har gjort historisk. Basert på tabell 15-13 i appendix får vi følgende finansielle gjeldskrav over budsjettperioden.

Finansielt gjeldskrav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term +1
Syntetisk rating	A -	A -	A-	A -	A -	A -	A -
Risikofri rente etter skatt	1,2 %	0,9 %	1,0 %	1,3 %	2,0 %	2,7 %	2,7 %
+ Kredittrisikopremie	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %
= Finansielt gjeldskrav	2,3 %	2,0 %	2,1 %	2,4 %	3,1 %	3,8 %	3,8 %

Tabell 10-4: Finansielt gjeldskrav Orkla 2015 – Terminal +1

10.2.2 Finansielt eiendelskrav

Avkastningskravet til finansielle eiendeler avhenger av avkastningskravet knyttet til kontanter og bankinnskudd, finansielle fordringer og investeringer. Avkastningskravet for hver av disse typene finansielle eiendeler vil så bli vektet mot hvor stor andel disse forventes å utgjøre av totale finansielle eiendeler over budsjettperioden. Kontanter og bankinnskudd anses fortsatt som risikofrie plasseringer hvor den risikofrie renten etter skatt vil bli benyttet som avkastningskrav. Det samme gjelder for de finansielle fordringene men med et påslag for kredittrisikopremien. Fordringene settes til en gjennomsnittlig kredittrating på BBB nivå med kort løpetid og får dermed en kredittrisikopremie etter skatt på omtrent 1 %. For investeringene benyttes som tidligere en markedsrisikopremie på 5 % og den tilknyttede betaen på 1,01 holdes uforandret. En uforandret beta forutsetter at kapitalstrukturen i de tilknyttede selskapene er uforandret over budsjettperioden. Dette vil sannsynligvis ikke være helt korrekt. Da det ikke anses hensiktsmessig å utarbeide egne prognoser over dette, anses dette imidlertid som en praktisk og rimelig forutsetning.

Fordelingen mellom kontanter, fordringer og investeringer settes med utgangspunkt i de historiske nivåene til 15 % kontantvekt, 5 % fordringsvekt og 80 % investeringsvekt. Denne fordelingen følger av at vi forventer ingen store endringer i de finansielle eiendelene. Selskapet har historisk en meget liten andel finansielle fordringer, hvilket forventes å vedvare i fremtiden. Det er selvfølgelig en mulighet for at Orkla avhender deler av de finansielle investeringene. Dette vil klart redusere både investeringsvekten og de finansielle eiendelene

vesentlig. Det forventes imidlertid ingen økning i finansielle investeringer som følge av konsernets kommuniserte merkevarestrategi. Dette gir følgende beregning av finansielt eiendelskrav over budsjettperioden.

Finansielt eiendelskrav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term +1
Kontantkrav	1,2 %	0,9 %	1,0 %	1,3 %	2,0 %	2,7 %	2,7 %
* Kontantvekt	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %
+ Fordringskrav	2,2 %	1,9 %	2,0 %	2,3 %	3,0 %	3,7 %	3,7 %
* Fordringsvekt	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
+ Investeringskrav	6,2 %	6,0 %	6,0 %	6,4 %	7,1 %	7,8 %	7,8 %
* Investeringsvekt	80,0 %	80,0 %	80,0 %	80,0 %	80,0 %	80,0 %	80,0 %
= Finansielt eiendelskrav	5,3 %	5,0 %	5,1 %	5,4 %	6,1 %	6,8 %	6,8 %

Tabell 10-5: Finansielt eiendelskrav Orkla 2015 – Terminal +1

10.3 Krav til selskapskapital

10.3.1 Krav til netto driftskapital

Ved beregningen av krav til netto driftskapital vektet som tidligere de beregnede avkastningskravene for egenkapital, minoritetsinteresser, finansiell gjeld og finansielle eiendeler mot andelen disse størrelsene utgjør av netto driftskapital. Dette kravet vil bli benyttet som diskonteringsfaktor i verdsettelsesmodellene etter netto driftskapitalmetoden.

Netto driftskrav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term +1
Egenkapitalkrav	4,5 %	4,3 %	4,4 %	4,8 %	5,5 %	6,3 %	6,3 %
* EK / NDK	1,21	1,16	1,13	1,10	1,08	1,05	1,05
+ Minoritetskrav	6,5 %	6,3 %	6,4 %	6,8 %	7,5 %	8,3 %	8,3 %
* MI / NDK	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
+ Finansielt gjeldskrav	2,3 %	2,0 %	2,1 %	2,4 %	3,1 %	3,8 %	3,8 %
* FG / NDK	0,37	0,38	0,38	0,39	0,39	0,40	0,40
- Finansielt eiendelskrav	5,3 %	5,0 %	5,1 %	5,4 %	6,1 %	6,8 %	6,8 %
* FE / NDK	0,59	0,55	0,52	0,50	0,48	0,46	0,46
= Netto driftskrav	3,2 %	3,1 %	3,2 %	3,6 %	4,3 %	5,0 %	5,0 %

Tabell 10-6: Krav til netto driftskapital Orkla 2015 – Terminal +1

Krav til netto driftskapital er relativt lavt over budsjettperioden, hvilket i all hovedsak skyldes det lave rentenivået og en forholdsvis lav egenkapitalbeta. Kravet øker mot slutten av budsjettperioden og ender på 5,0 % i terminalårene.

10.3.2 Krav til sysselsatt kapital

Vi beregner også et krav til den sysselsatte kapitalen. Dette fremkommer ved at kravene til egenkapital, minoritetsinteressene og den finansielle gjelden vektet. Dette kravet vil bli benyttet i verdsettelsesmodellene etter sysselsatt kapitalmetoden.

Sysselsatt kapitalkrav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term +1
Egenkapitalkrav	4,5 %	4,3 %	4,4 %	4,8 %	5,5 %	6,3 %	6,3 %
* EK / SSK	0,76	0,75	0,74	0,73	0,73	0,72	0,72
+ Minoritetskrav	6,5 %	6,3 %	6,4 %	6,8 %	7,5 %	8,3 %	8,3 %
* MI / SSK	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
+ Finansielt gjeldskrav	2,3 %	2,0 %	2,1 %	2,4 %	3,1 %	3,8 %	3,8 %
* FG / SSK	0,23	0,24	0,25	0,26	0,27	0,27	0,27
= Sysselsatt kapitalkrav	4,0 %	3,7 %	3,8 %	4,2 %	4,9 %	5,6 %	5,6 %

Tabell 10-7: Krav til sysselsatt kapital Orkla 2015 – Terminal +1

10.3.3 Krav til driftsegenkapitalen

Til sist regnes også kravet til driftsegenkapitalen ut. Driftsegenkapitalen er den tenkte egenkapitalen dersom de finansielle eiendelene anses som frie og øyeblikkelig kan deles ut til eierne uten å skade den fremtidige driften. Kravet vil bli benyttet i en verdsettelsesmodell som kun verdsetter driftsegenkapitalen hvor de finansielle eiendelene behandles separat.

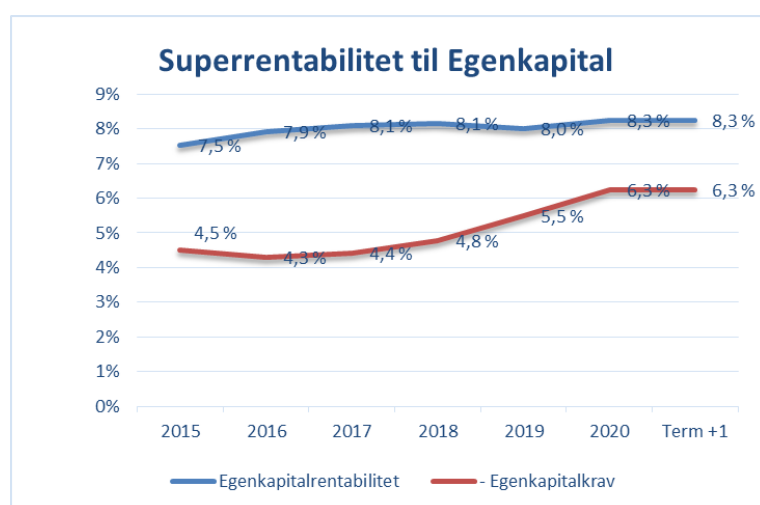
Krav til driftsegenkapitalen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term +1
Egenkapitalkrav	4,5 %	4,3 %	4,4 %	4,8 %	5,5 %	6,3 %	6,3 %
* Egenkapitalvekt	1,95	1,90	1,86	1,83	1,81	1,78	1,78
- Finansielt eiendelskrav	5,3 %	5,0 %	5,1 %	5,4 %	6,1 %	6,8 %	6,8 %
* Finansiell eiendelsvekt	0,95	0,90	0,86	0,83	0,81	0,78	0,78
= Krav til driftsegenkapital	3,8 %	3,6 %	3,8 %	4,2 %	5,0 %	5,8 %	5,8 %

Tabell 10-8: Krav til driftsegenkapitalen Orkla 2015 – Terminal +1

Vi har nå beregnet fremtidskrav til alle kapitaler som vil bli benyttet i verdsettelsen i det neste kapitlet. Før verdsettelsen gjennomføres vil en kort analyse av eventuell superrentabilitet over budsjettperioden bli utført.

10.4 Analyse av fremtidsregnskap

Basert på fremtidsregnskapet og beregnede avkastningskrav fremkommer følgende utvikling i superrentabilitet til egenkapital.



Figur 10-2: Superrentabilitet til egenkapital Orkla 2015 – Terminal +1

Kildene til den strategiske fordel over analyseperioden kan vises gjennom følgende dekomponering.

Dekomponering av strategisk fordel	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term +1
Driftsfordel	4,6 %	4,7 %	4,7 %	4,3 %	3,7 %	2,7 %	2,0 %	2,0 %
Finansieringsfordel	-2,8 %	-1,6 %	-1,0 %	-0,6 %	-0,3 %	-0,1 %	0,0 %	0,0 %
Minoritetsinteressefordel	-0,1 %	-0,1 %	-0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
= Strategisk fordel / Superrentabilitet	1,7 %	3,0 %	3,6 %	3,7 %	3,4 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %

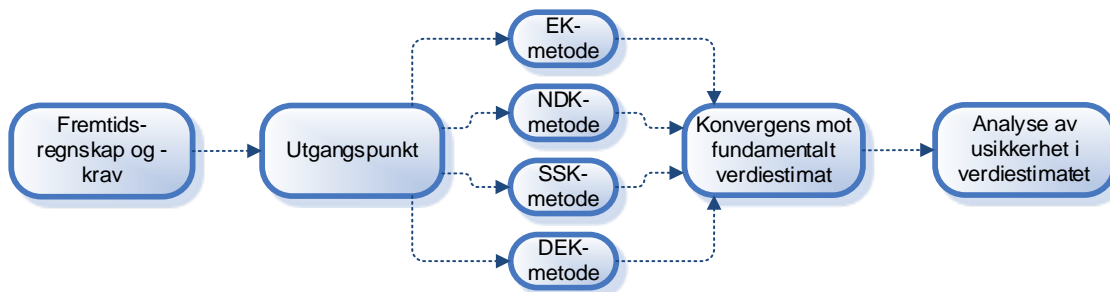
Tabell 10-9: Dekomponering av strategisk fordel Orkla 2014 – Terminal +1

Fra dekomponeringen av den strategiske fordel ser vi at Orklas driftsfordel øker marginalt i perioden fra 2014 til 2016. Netto driftsrentabilitet går ned over denne perioden, men det gjør også kravet til netto driftskapital. Når netto driftskravet så begynner å øke fra 2018 i tillegg til at rentabiliteten fortsetter å falle, hovedsakelig som følge av svakere marginer, minsker driftsfordelen til 2,0 % i terminalårene. Vi har tidligere argumentert for at Orkla ikke har noen ressursfordel, men snarere enn ressursulempe. Årsaken til at det forventes at Orkla likevel klarer en strategisk fordel inn i terminalårene kommer av den sterke bransjefordelen. Selv om det forventes økt konkurranse og intern rivalisering i bransjen i fremtiden anses det likevel som sannsynlig at bransjen vil klare å opprettholde en mindre strategisk fordel. Dette følger av hindringene som eksisterer i bransjen for at nye aktører skal kunne etablere seg, i tillegg til den forholdsvis lave trusselen fra forbrukernes og leverandørenes forhandlingsmakt.

En viktig faktor til økningen i superprofitt i årene 2015 – 2017 er at selskapets finansieringsulempe bedrer seg jevnt over budsjettperioden. Den historiske finansieringsulempen er preget av ikke-videreført virksomhet med svak avkastning som nå er borte. I tillegg er negativ merverdi i Sapa regnskapsført av selskapet. Det forventes dermed som rimelig at de finansielle investeringene på sikt vil nærme seg avkastningskravet slik at selskapet i terminalverdien ikke lenger har noen finansieringsulempe fra de finansielle eiendelene. For å hensynta usikkerheten rundt verdien de finansielle eiendelene får gjennom kontantstrømmen vil de tilknyttede selskapene som utgjør hoveddelen av disse også bli vurdert i en egen verdsettelse i slutten av neste kapittel.

11 Fundamental verdivurdering

I dette kapitlet vil fremtidsregnskapet og fremtidskravene som ble utarbeidet i de forrige kapitlene bli brukt til å neddiskontere den fremtidige kontantstrømmen og slik beregne et verdiestimat for Orkla.



Figur 11-1: Rammeverk for fundamental verdsettelse

11.1 Oversikt over metoder og modeller

I kapittel 3 nevnte vi at det finnes flere ulike metoder og modeller innenfor den fundamentale verdsettelsesmetoden. Basisen for alle disse metodene er at en fremtidig kontantstrøm neddiskonteres til dagens nåverdi slik at verdien kan vises slik:¹⁹²

$$\text{Verdien på selskapet} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Kontantstrøm til selskapet}_t}{(1+r)^t}$$

Hvor n = levetiden til selskapet

r = avkastningskravet til selskapet

Dette forutsetter at avkastningskravet er likt i alle årene, samt at vi vet levetiden til selskapet. Dette er ikke tilfellet i denne verdsettelsen. Her er fremtidsregnskapet utarbeidet frem til horisonten T hvor det etter dette er satt konstant vekst. Perioden med konstant vekst vil bli hensyntatt ved å benytte Gordons vekstformel.¹⁹³ I tillegg er avkastningskravet forskjellig i budsjettperioden frem til horisonten og uttrykket må da utvides til:

$$\text{Verdien på selskapet} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{Kontantstrøm til selskapet}_t}{(1+r_1) * \dots * (1+r_t)} + \frac{\text{Kontantstrøm til selskapet}_{T+1}}{(1+r_1) * \dots * (1+r_T) * (r_T - v_T)}$$

¹⁹² Damodaran, A. (2012)

¹⁹³ Damodaran, A. (2012)

Hvor T = horisonten

v = vekst

Disse metodene gir en verdi på hele selskapet. Metodene kan også brukes for å finne verdien på for eksempel finansiell gjeld ved å benytte kontantstrømmen til finansiell gjeld, som vil være finanskostnadene, og neddiskontere med kravet til finansiell gjeld. Siden vi forutsetter at kapitalmarkedet fungerer effektivt skal den bokførte verdien av den finansielle gjelden være lik den neddiskonterte verdien av kontantstrømmen knyttet til gjelden.

Vi skal derimot finne verdien til eierne av selskapet, og dermed finne en verdi på egenkapitalen totalt og per aksje. For å komme frem til dette kan det benyttes flere metoder, som alle vil gi samme resultat dersom avkastningskravene er vektet etter virkelige verdier og ikke etter budsjetterte vekter. Derimot vil de ofte gi svært forskjellige resultater i en verdsettelse basert på de budsjetterte vektene.¹⁹⁴ For å komme frem til det endelige estimatet må det derfor gjennomføres en konvergering av verdiesimatet hvor det først regnes ut verdien på selskapet basert på de budsjetterte vektene, for så å oppdatere vektene med et gjennomsnitt av de virkelige verdiene de forskjellige metodene gir. Deretter gjennomføres verdsettelsen på nytt med de nye vektene for avkastningskravet. Fortsatt vil det være differanser mellom metodene, og gjennomsnittet av virkelig verdivektene brukes så på nytt for å få oppdaterte krav og gjennomføre verdsettelsen igjen.¹⁹⁵ Disse stegene bør gjennomføres i så mange runder at differansen mellom de forskjellige metodene ikke gir noen vesentlige avvik.

Metodene for å verdsette selskapet som vil brukes er to varianter av egenkapitalmetoden og to varianter av selskapskapitalmetoden. De to egenkapitalmetodene er egenkapitalmetoden og driftsegenkapitalmetoden. De to selskapskapitalmetodene er netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden.

Egenkapitalmetoden er en direkte verdsettelse av egenkapitalen hvor fri kontantstrøm til egenkapital neddiskonteres med egenkapitalkravet. I driftsegenkapitalmetoden vil fri kontantstrøm til egenkapital fra drift neddiskonteres med driftsegenkapitalkravet, hvor verdien av de finansielle eiendelene så legges til. Selskapskapitalmetodene er derimot en indirekte verdsettelse av egenkapitalen. For netto driftskapitalmetoden betyr dette at kontantstrømmen fra drift neddiskonteres med netto driftskravet, hvor det så trekkes fra

¹⁹⁴ Palepu, K.G., Healy, P.M., Peek, E. (2013)

¹⁹⁵ Damodaran, A. (2012)

verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. På samme måte vil sysselsatt kapitalmetoden neddiskontere kontantstrømmen til sysselsatt kapital med det tilhørende kravet, før verdien av finansiell gjeld og minoritetsinteresser trekkes fra.

Videre er det innenfor hver metode tre til fire modeller for å beregne verdien. Disse modellene skal gi samme resultat innenfor hver metode. Modellene er utbyttmodellen, fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Forskjellene mellom modellene ligger i hva som brukes som grunnlag. Det oppsettet som benyttes i fremskrivingen av regnskapet medfører at netto betalt utbytte og fri kontantstrøm til egenkapitalen vil være like, og dette blir i praksis samme modell. Vi velger derfor å kun benytte fri kontantstrømmodellen. Verdien i denne beregnes ved å neddiskontere kapitalens kontantstrøm med det tilhørende avkastningskravet. Den andre modellen er superprofittmodellen, hvor det tas utgangspunkt i bokført kapital og deretter legges til nåverdien av fremtidig superprofitt. Den tredje modellen er superprofittvekstmodellen. Denne modellen tar utgangspunkt i den kapitaliserte verdien av neste års nettoresultat og legger til nåverdien av fremtidig vekst, det vil si endringen i superprofitt fremover i tid.¹⁹⁶ Vi vil beregne verdien for hver av disse tre modellene innen de forskjellige metodene. Dermed vil vi med sikkerhet vite at verdiene vi får fra metodene er korrekt beregnet.

11.2 Egenkapitalmetoden

Nedenfor vil resultatet av det første steget i verdiestimatet ved bruk av de forskjellige modellene innen egenkapitalmetoden vises.

11.2.1 FKE-modellen

FKE-modellen								
	Beløp i mill. NOK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Fri kontantstrøm til egenkapitalen		846	2 456	2 357	2 488	2 809	2 031
/	Diskonteringsfaktor		1,04	1,09	1,14	1,19	1,26	0,05
=	Nåverdi		809	2 254	2 072	2 087	2 233	43 050
	Nåverdi budsjettperiode	9 455						
+	Nåverdi terminalverdien	43 050						
=	Verdi av egenkapitalen	52 505						
/	Antall utestående aksjer (mill)	1 019						
=	Verdiestimat (kr per aksje)	51,5						

Tabell 11-1: Første verdiestimat ved bruk av FKE-modellen

¹⁹⁶ Palepu, K.G., Healy, P.M., Peek, E. (2013)

11.2.2 SPE-modellen

SPE-modellen							
Beløp i mill. NOK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Superprofitt til egenkapitalen		991	1 239	1 271	1 180	885	708
/ Diskonteringsfaktor		1,04	1,09	1,14	1,19	1,26	0,05
= Nåverdi		948	1 137	1 117	990	704	15 008
Balanseført egenkapital	32 601						
+ Nåverdi budsjetperiode	4 896						
+ Nåverdi terminalverdien	15 008						
= Verdi av egenkapitalen	52 505						
/ Antall utestående aksjer (mill)	1 019						
= Verdiestimat (kr per aksje)	51,5						

Tabell 11-2: Første verdiestimat ved bruk av SPE-modellen

11.2.3 ΔSPE-modellen

ΔSPE-modellen								
Beløp i mill. NOK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term +1
Superprofittvekst til egenkapitalen			5 578	743	-2 094	-6 744	-4 193	127
/ Diskonteringsfaktor			1,04	1,09	1,14	1,19	1,26	0,05
= Nåverdi			5 337	682	-1 840	-5 657	-3 333	2 700
Kapitalisert verdi av NRE 2015	54 617							
+ Nåverdi budsjetperiode	-4 812							
+ Nåverdi terminalverdien	2 700							
= Verdi av egenkapitalen	52 505							
/ Antall utestående aksjer (mill)	1 019							
= Verdiestimat (kr per aksje)	51,5							

Tabell 11-3: Første verdiestimat ved bruk av ΔSPE-modellen

Fra tabellene ovenfor fremkommer det at de forskjellige modellene innenfor egenkapitalmetoden gir det samme verdiestimatet, slik som forventet. Egenkapitalmetoden gir et første verdiestimatet på 51,5 kroner per aksje.

11.3 Netto driftskapitalmetoden

Her vil resultatet av det første steget i verdiestimatet ved bruk av de forskjellige modellene innen netto driftskapitalmetoden vises.

11.3.1 FKD-modellen

FKD-modellen							
Beløp i mill. NOK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Fri kontantstrøm fra drift		-27	1 346	1 350	1 318	1 524	1 562
/ Diskonteringsfaktor		1,03	1,06	1,10	1,14	1,19	0,03
= Nåverdi		-26	1 265	1 229	1 159	1 285	51 828
Nåverdi budsjetperiode	4 912						
+ Nåverdi terminalverdien	51 828						
= Verdi av netto driftskapital	56 740						
- Verdi av netto finansiell gjeld	-4 783	Hentet fra tilsvarende verdsettelse av NFG					
- Verdi av minoritetsinteresser	311	Hentet fra tilsvarende verdsettelse av minoritet					
= Verdi av egenkapitalen	61 212						
/ Antall utestående aksjer (mill)	1 019						
= Verdiestimat (kr per aksje)	60,1						

Tabell 11-4: Første verdiestimat ved bruk av FKD-modellen

11.3.2 SPD-modellen

SPD-modellen							
Beløp i mill. NOK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Superprofitt fra netto driftskapital		1 545	1 601	1 482	1 280	935	708
/ Diskonteringsfaktor		1,03	1,06	1,10	1,14	1,19	0,03
= Nåverdi		1 497	1 505	1 350	1 126	789	23 499
Balanseført netto driftskapital	26 975						
+ Nåverdi budsjetperiode	6 267						
+ Nåverdi terminalverdien	23 499						
= Verdi av netto driftskapital	56 740						
- Verdi av netto finansiell gjeld	-4 783	Hentet fra tilsvarende verdsettelse av NFG					
- Verdi av minoritetsinteresser	311	Hentet fra tilsvarende verdsettelse av minoritet					
= Verdi av egenkapitalen	61 212						
/ Antall utestående aksjer (mill)	1 019						
= Verdiestimat (kr per aksje)	60,1						

Tabell 11-5: Første verdiestimat ved bruk av SPD-modellen

11.3.3 ΔSPD-modellen

ΔSPD-modellen								
Beløp i mill. NOK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term +1
Superprofittvekst fra netto driftskapital			1 811	-3 659	-6 335	-10 941	-7 384	162
/ Diskonteringsfaktor			1,03	1,06	1,10	1,14	1,19	0,03
= Nåverdi			1 755	-3 440	-5 770	-9 624	-6 227	5 384
Kapitalisert verdi av NDR 2015	74 662							
+ Nåverdi budsjetperiode	-23 306							
+ Nåverdi terminalverdien	5 384							
= Verdi av netto driftskapital	56 740							
- Verdi av netto finansiell gjeld	-4 783	Hentet fra tilsvarende verdsettelse av NFG						
- Verdi av minoritetsinteresser	311	Hentet fra tilsvarende verdsettelse av minoritet						
= Verdi av egenkapitalen	61 212							
/ Antall utestående aksjer (mill)	1 019							
= Verdiestimat (kr per aksje)	60,1							

Tabell 11-6: Første verdiestimat ved bruk av ΔSPD-modellen

Som for egenkapitalmetoden, gir også de forskjellige modellene innenfor netto driftskapitalmetoden det samme verdiestimatet. Imidlertid avviker verdiestimatet vesentlig fra estimatet fra egenkapitalmetoden, hvilket som nevnt fremkommer som en følge av at det i det første steget benyttes budsjetterte vektorer i kapitalvektene. Verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser fremkommer ved en tilsvarende neddiskontering av fri kontantstrøm fra netto finansiell gjeld og til minoritetsinteresser mot disse kapitalenes krav. Netto driftskapitalmetoden gir et første verdiestimat på 60,1 kroner per aksje.

11.4 Sysselsatt kapitalmetoden

På tilsvarende måte som for metodene ovenfor vil de forskjellige modellene innen sysselsatt kapitalmetoden fremstilles.

11.4.1 FKS-modellen

FKS-modellen							
Beløp i mill. NOK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital		8	2 095	2 021	2 198	2 720	2 229
/ Diskonteringsfaktor		1,04	1,08	1,12	1,17	1,22	0,04
= Nåverdi		8	1 942	1 805	1 884	2 223	58 724
Nåverdi budsjettperiode	7 861						
+ Nåverdi terminalverdien	58 724						
= Verdi av sysselsatt kapital	66 584						
- Verdi av finansiell gjeld	10 044	= Bokført verdi					
- Verdi av minoritetsinteresser	311	Hentet fra tilsvarende verdsettelse av minoritet					
= Verdi av egenkapitalen	56 229						
/ Antall utestående aksjer (mill)	1 019						
= Verdiestimat (kr per aksje)	55,2						

Tabell 11-7: Første verdiestimat ved bruk av FKS-modellen

11.4.2 SPS-modellen

SPS-modellen							
Beløp i mill. NOK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Superprofitt til sysselsatt kapital		1 011	1 259	1 288	1 193	892	708
/ Diskonteringsfaktor		1,04	1,08	1,12	1,17	1,22	0,04
= Nåverdi		973	1 167	1 150	1 022	729	18 654
Balanseført sysselsatt kapital	42 890						
+ Nåverdi budsjettperiode	5 041						
+ Nåverdi terminalverdien	18 654						
= Verdi av sysselsatt kapital	66 584						
- Verdi av finansiell gjeld	10 044	= Bokført verdi					
- Verdi av minoritetsinteresser	311	Hentet fra tilsvarende verdsettelse av minoritet					
= Verdi av egenkapitalen	56 229						
/ Antall utestående aksjer (mill)	1 019						
= Verdiestimat (kr per aksje)	55,2						

Tabell 11-8: Første verdiestimat ved bruk av SPS-modellen

11.4.3 ΔSPS-modellen

ΔSPS-modellen								
Beløp i mill. NOK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term +1
Superprofittvekst til sysselsatt kapital			6 287	781	-2 446	-7 743	-4 880	166
/ Diskonteringsfaktor			1,04	1,08	1,12	1,17	1,22	0,04
= Nåverdi			6 046	724	-2 184	-6 635	-3 987	4 361
Kapitalisert verdi av NRS 2015	68 260							
+ Nåverdi budsjettperiode	-6 036							
+ Nåverdi terminalverdien	4 361							
= Verdi av sysselsatt kapital	66 584							
- Verdi av finansiell gjeld	10 044							
- Verdi av minoritetsinteresser	311							
= Verdi av egenkapitalen	56 229							
/ Antall utestående aksjer (mill)	1 019							
= Verdiestimat (kr per aksje)	55,2							

Tabell 11-9: Første verdiestimat ved bruk av ΔSPS-modellen

Fra tabellene fremkommer det at også alle de forskjellige modellene innenfor sysselsatt kapitalmetoden gir det samme verdiestimatet. Verdien av den finansielle gjelden i beregningen er lik den bokførte verdien per 31.12.14. Dette skyldes som nevnt at rentabiliteten fra den finansielle gjelden er forventet å være lik kravet. Sysselsatt kapitalmetoden gir et første verdiestimat per aksje på 55,2 kroner per aksje.

11.5 Driftsegenkapitalmetoden

For driftsegenkapitalmetoden vises kun fri kontantstrøm fra driftsegenkapitalmodellen. Som for de andre metodene ovenfor ville også de andre modellene gitt samme verdiestimat innenfor driftsegenkapitalmetoden.

Driftsegenkapitalmetoden							
Beløp i mill. NOK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Fri kontantstrøm til EK fra drift		810	1 707	1 685	1 608	1 613	1 364
/ Diskonteringsfaktor		1,04	1,08	1,12	1,16	1,22	0,04
= Nåverdi		781	1 587	1 509	1 381	1 319	33 713
Nåverdi budsjettperiode	6 576						
+ Nåverdi terminalverdien	33 713						
= Verdi av driftsegenkapitalen	40 290						
+ Finansielle eiendeler	14 827						
= Verdi av egenkapitalen	55 116						
/ Antall utestående aksjer (mill)	1 019						
= Verdiestimat (kr per aksje)	54,1						

Tabell 11-10: Første verdiestimat ved bruk FKDE-modellen

Driftsegenkapitalmetoden gir et verdiestimatet som er høyere enn EK-metoden, men en god del lavere enn NDK-metoden, med en verdi på 54,1 kroner per aksje. Som tidligere fremkommer verdien av de finansielle eiendelene ved en tilsvarende neddiskontering av fri kontantstrøm fra finansielle eiendeler mot kravet knyttet til finansielle eiendeler.

11.6 Første estimat og konvergens mot endelig verdi

11.6.1 Første verdiestimat

De fire forskjellige metodene ovenfor har gitt fire forskjellige verdiestimater. Basert på disse kan vi sette opp et første verdiestimat. Dette estimatet vil være et gjennomsnitt av metodene, hvor alle verdiene vektet likt. Dette er ikke den riktige verdien, men vil være et første estimat som vil bli benyttet videre for å komme frem til et resultat hvor alle de fire metodene gir det samme verdiestimatet.

Første verdiestimat	FK-modell	SP-modell	ΔSP-modell	Gjennomsnitt
EK-metoden	51,53	51,53	51,53	51,53
NDK-metoden	60,07	60,07	60,07	60,07
SSK-metoden	55,18	55,18	55,18	55,18
DEK-metoden	54,09	54,09	54,09	54,09
Gjennomsnitt	55,22	55,22	55,22	55,22

Tabell 11-11: Første verdiestimat – Gjennomsnitt av alle metoder

Gjennomsnittet av de fire metodene gir altså et første verdiestimat på 55,22 kroner per aksje.

11.6.2 Konvergens i verdiestimatet

Årsaken til forskjellene i verdiestimat fra de forskjellige metodene er at graden av feilverdi man får som følge av at det benyttes budsjetterte vektorer fremfor virkelige verdier for de forskjellige kapitalene varierer mellom metodene. For å komme frem til et felles verdiestimat vil vektene bli oppdatert til virkelige verdier basert på det første verdiestimatet ovenfor. Ved å utføre denne prosessen flere ganger vil verdiestimatene konvergere mot en felles verdi.¹⁹⁷ Oppdateringen av vektene i konvergeringsprosessen skjer ved følgende steg.¹⁹⁸

- Utgående virkelig egenkapitalverdi 2014 settes til den gjennomsnittlige egenkapitalen beregnet ved metodene ovenfor. Det samme er tilfellet for verdien av minoritetsinteressene og finansielle eiendeler som er beregnet på en tilsvarende måte.
- Utgående virkelig verdi for netto driftskapital 2014 settes til balanseført verdi som tillegges mer- eller mindreverdier av de beregnede kapitalene i det første punktet. Den finansielle gjelden er som forklart ovenfor lik den bokførte verdien, og tilfører derfor ingen mer- eller mindreverdier.
- Virkelig verdi av netto driftsresultat i den påfølgende perioden, i første omgang her i 2015, settes til virkelig verdi av netto driftskapital fra punkt 2 multiplisert med netto driftskravet benyttet i steget før, det vil si kravet som ble benyttet ved beregningen av

¹⁹⁷ Damodaran, A. (2012)

¹⁹⁸ Knivsflå, K. H. (2015)

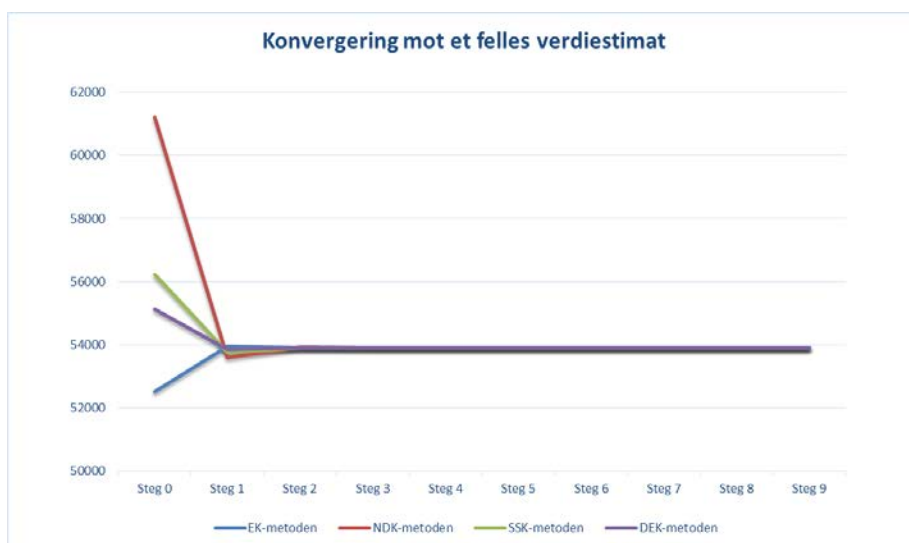
det første verdiestimatet. I de påfølgende stegene vil kravene bli endret som følge av nye vekter. Den virkelige verdien av endringen i netto driftskapital blir så beregnet ved å ta differansen mellom virkelig verdi av netto driftskapital og fri kontantstrøm fra drift. Tilsvarende beregning utføres for virkelig verdi av netto finansinntekt og netto minoritetsresultat.

- Utgående virkelig verdi av netto driftskapital 2015 blir så beregnet ved verdien fra 2014 pluss virkelig verdi av endring i netto driftskapital. Igjen utføres det tilsvarende for verdien av finansielle eiendeler og minoritetsinteresser.
- Utgående virkelig verdi av egenkapitalen 2015 beregnes til slutt residualt som differansen mellom virkelig verdi av netto driftskapital pluss finansielle eiendeler minus minoritetsinteresser og finansiell gjeld.

I stegene ovenfor er den delen av prosessen som er nødvendig for å kunne konvergere egenkapital-, driftsegenkapital og netto driftskapitalmetoden forklart. På samme måte skjer også oppdateringen av vektene knyttet til sysselsatt kapitalmetoden. Disse stegene er utført ni ganger, i tillegg til det første verdiestimatet som i fremstillingen nedenfor er kalt steg 0.

Konvergeringsprosess beregningsmetoder										
Steg	Steg 0	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9
EK-metoden	52 504,98	53 951,80	53 899,88	53 902,68	53 902,59	53 902,59	53 902,59	53 902,59	53 902,59	53 902,59
NDK-metoden	61 212,07	53 583,91	53 913,49	53 902,64	53 902,55	53 902,59	53 902,59	53 902,59	53 902,59	53 902,59
SSK-metoden	56 229,36	53 762,25	53 906,80	53 902,66	53 902,57	53 902,59	53 902,59	53 902,59	53 902,59	53 902,59
DEK-metoden	55 116,43	53 837,61	53 904,23	53 902,65	53 902,58	53 902,59	53 902,59	53 902,59	53 902,59	53 902,59
Konvergent verdiestimat	56 265,71	53 783,89	53 906,10	53 902,66	53 902,57	53 902,59	53 902,59	53 902,59	53 902,59	53 902,59
Verdiestimat (kr per aksje)	55,22	52,78	52,90	52,90	52,90	52,90	52,90	52,90	52,90	52,90

Tabell 11-12: Konvergeringsprosess beregningsmetoder



Figur 11-2: Konvergering mot et felles verdiestimat

Fra både tabellen og grafen ovenfor ser man at konvergeringen mot et felles verdiestimat i det aller vesentligste kunne stoppet etter steg 1, og at fra og med steg 5 er differansene såpass små at de ikke synes lenger. Etter alle stegene har verdiestimatet konververt til en verdi på 52,90 kroner per aksje.

11.6.3 Verdsettelse finansielle eiendeler

Det totale verdiestimatet av egenkapitalen på MNOK 53 903 kan dekomponeres i følgende verdiestimer på netto driftseiendeler, finansielle eiendeler, finansiell gjeld og minoritetsinteresser.

Dekomponering verdiestimat	
Verdi av egenkapitalen	53 903
<i>Av dette utgjør:</i>	
Verdi netto driftseiendeler	49 436
Verdi finansielle eiendeler	14 827
Verdi finansiell gjeld	-10 044
Verdi minoritetsinteresser	-317
Sum	53 903

Tabell 11-13: Dekomponering verdiestimat

Verdien på netto driftseiendeler fremkommer ved neddiskontert kontantstrøm fra drift ut ifra forventede forutsetninger i fremtidsregnskapet. Verdien av minoritetsinteressene er økt fra bokført verdi som følge av en forventet avkastning over kravet i deler av budsjettperioden, men er likevel på et meget lavt nivå i forhold til majoriteten. Verdien av den finansielle gjelden er lik den bokførte verdien per 31.12.14 som følge av det ikke forventes noen finansieringsfordel over budsjettperioden. Til sist har vi de finansielle eiendelene hvor verdien er basert på en forventning om at avkastningen i budsjettperioden gradvis nærmer seg og oppfyller avkastningskravet. Gjennom verdsettelsen har vi argumentert for at disse også vil bli verdsatt separat. Som en del av verdivurderingen utføres det derfor også en egen verdsettelse av disse basert på børsverdi og multipler. Vi vil også komme tilbake til en mer detaljert forklaring av multipler i kapittel 12.

Den bokførte verdien av de finansielle eiendelene per 31.12.14 er på MNOK 15 915 og består av følgende eiendeler.

Finansielle eiendeler 2014	Bokført verdi
Kontanter	2 133
Fordringer	724
Investeringer i tilknyttet selskap	12 302
Andre investeringer	734
Diskontinuerlig virksomhet	22
Sum	15 915

Tabell 11-14: Fordeling finansielle eiendeler til bokført verdi 2014

Kontanter, fordringer, andre investeringer (omløpsmiddel) og diskontinuerlig virksomhet anses bokført til virkelig verdi. Det er derfor investeringene i tilknyttet selskap på MNOK 12 302 som vil bli vurdert her. Verdien for de finansielle eiendelene samlet fra neddiskontert kontantstrøm er MNOK 14 827 og medfører en mindre verdi i forhold til bokført verdi på MNOK 1 088. Den virkelige verdien av investeringene i tilknyttede selskap er altså verdsatt til MNOK 12 302 – MNOK 1 088 = MNOK 11 214 gjennom fremtidsregnskapet.

Gränges er et børsnotert selskap. For å komme frem til den virkelige verdien av dette selskapet tas det utgangspunkt i børskursen per årsslutt 2014. Denne verdien er så multiplisert med Orklas eierandel og omregnet til norske kroner. Dette gir en verdi på MNOK 1 132. Beregning og kilder er vedlagt i appendix tabell 15-24.

For å komme frem til verdien av Sapa utføres en enkel beregning ved hjelp av multipler. En utfordring knyttet til Sapa er at selskapet de siste årene har hatt negative resultater, og det kan derfor ikke benyttes en normal multiplereberegning som pris/ordinært resultat. Samtidig er det problematisk å gi en fornuftig verdi på omsetningen, da omsetningen foreløpig genererer negative resultater. Dermed anses multiplere pris/bok som den mest hensiktsmessige. I beregningen av multiplikator er Norsk Hydro, Alcoa og Hindalco benyttet som sammenlignbare selskaper. Dette gir en verdi på MNOK 6 412 for Sapa. Beregning og kilder er vedlagt i appendix tabell 15-25.

På samme måte er det brukt multipler for å komme frem til verdien av Jotun. I motsetning til Sapa leverer Jotun stabile og positive resultater, og dermed benyttes multiplere pris/ordinært resultat. I beregningen av multiplikator er verdier for de sammenlignbare selskapene Tikkurila Oyj, Akzo Nobel og PPG Industries benyttet. Dette gir en verdi på MNOK 7 685 for Jotun. Beregning og kilder er vedlagt i appendix tabell 15-26. En utfordring knyttet til verdien av Jotun fremkommer ved om det skulle vært hensyntatt en eventuell minoritetsrabatt i verdsettelsen av Orklas eierandel. I utgangspunktet er Orkla den største aksjonæren i Jotun både når det gjelder eierandel på 42,5 % og stemmeandelen på 38,3 %. De resterende aksjene

er imidlertid i all hovedsak eid av familieselskaper knyttet til Gleditsch-familien i Sandefjord.¹⁹⁹ Det øvrige eierskapet er riktignok spredd mellom flere grener av familien, men så lenge familien står samlet er det i realiteten disse som kontrollerer selskapet, og at Orkla selv om de er største aksjonær blir en minoritetseier. Dette medfører at verdien av Orklas aksjer burde inkludert en minoritetsrabatt. Samtidig kan det reises spørsmål om hvor lenge denne familien klarer å opprettholde den samlede kontrollen av selskapet. I tillegg er denne familienes eierskap fordelt i flere mindre poster blant familiemedlemmenes selskaper. Hver enkelt eier vil dermed være en minoritetseier, men samlet vil de være en majoritetseier. Dette gjør en verdsettelse av en eventuell kontrollpremie og minoritetsrabatt utfordrende. I denne verdsettelsen vil det derfor forutsettes at hver aksje innehar den samme verdien. Vi ønsker imidlertid å fremheve at dette ikke nødvendigvis blir helt riktig, og at Orkla sin eierandel vil kunne ha en noe lavere verdi dersom de solgte samtlige aksjer i dag.

Dette gir følgende verdi for de tilknyttede selskapene.

Verdi tilknyttede selskaper	
Gränges	1 132
Sapa (JV)	6 412
Jotun	7 685
Sum tilknyttede selskaper	15 229
- Verdi fra fundamental verdsettelse	11 214
= Merverdi	4 016

Tabell 11-15: Merverdi tilknyttede selskaper

Den komparative verdsettelsen gir en samlet verdi på MNOK 15 229 for de tilknyttede selskapene. I forhold til beløpet disse ble verdsatt med gjennom neddiskontering av fremtidsregnskapet gir dette en merverdi på MNOK 4 016. Ved sammenligning mot både bokført verdi og verdien i det opprinnelige verdiestimatet ser vi at det er Jotun som står bak tilnærmet hele merverdien. Basert på Jotuns resultater de senere årene anses dette rimelig.

11.6.4 Endelig verdiestimat

Vurderingen av de finansielle eiendelene gjennom den fundamentale verdsettelsen har blitt viet mindre oppmerksomhet enn vurderingen av merkevarevirksomheten. Dermed er grunnlaget for den fastsatte kontantstrømmen fra de tilknyttede selskapene sannsynligvis ikke like godt. Vi velger derfor å benytte oss av verdien i den komparative analysen videre da dette anses som et bedre estimat på den virkelige verdien. Denne merverdien må dermed hensyntas i beregningen av virkelig verdi av egenkapitalen. Dette utføres ved å oppdatere den virkelige

¹⁹⁹ Jotun, Årsrapport 2014

verdien av de finansielle eiendelene for så å utføre konvergeringsprosessen en gang til, slik at de korrekte vektene blir benyttet gjennom prosessen.

Det nye konvergente verdiestimatet blir dermed på MNOK 57 828, hvilket gir en verdi per aksje på 56,75 kroner.

11.7 Usikkerhet: Simulering og sensitivitet

Verdiestimatet fra forrige kapittel er basert på flere antagelser om fremtiden. Den faktiske utviklingen i budsjett- og verdidriverne er usikker, og selv mindre justeringer i enkelte drivere kan gi store utslag i verdiestimatet. Verdiestimatet er derfor en forventningsverdi som vil inneholde usikkerhet og stor sensitivitet overfor enkeltfaktorer. For eksempel vil en økning i driftsinntektsvekst i horisonten fra 2,5 % til 3,5 % medføre at verdiestimatet på Orkla øker med 13 % til 63,9 kr pr aksje. Videre vil en økning i egenkapitalbeta fra 0,668 til 0,75 redusere verdiestimatet med 10 % til 51,0 kr pr aksje. For å analysere usikkerheten og sensitiviteten i verdiestimatet vil dataverktøyet Crystal Ball brukes. Programmet er et tilleggsprogram til Microsoft Excel som blant annet kan kjøre simuleringer på flere variabler i en modell eller analysere sensitiviteten en enkelt variabel har på resultatet.

11.7.1 Usikkerhet og simulering

Dataverktøyet Crystal Ball benyttes til å utføre en Monte Carlo simulering. Ved gjennomføring av en analyse av usikkerheten i et verdiestimat må de mest kritiske variablene fastsettes. Det må videre avgjøres hvilken type fordeling variabelen skal trekkes fra og det må settes et standardavvik for variabelen eller avgjøres innenfor hvilket intervall programmet skal kunne ta utvalg for variabelen.

De mest kritiske variablene for Orkla regnes for å være de tilknyttet driften. Renten på finansiell gjeld og rentabiliteten for minoritetsinteressene antas i hovedsak å være lik kravene, og forventes ikke å medføre stor usikkerhet og vesentlige svingninger i verdiestimatet. Dette medfører at virkelig verdi på disse postene er nært opp til bokført verdi. Derimot mener vi at det foreligger stor usikkerhet knyttet til verdien av de finansielle eiendelene. Gjennom en egen komparativ vurdering kom vi frem til at disse har en verdi på MNOK 4 016 høyere enn verdien fra fremtidsregnskapet. Dette ga en økning i verdi per aksje på 3,85 kroner. En måte å fremstille usikkerheten på kan dermed være at den virkelige verdien av de tilknyttede selskapene ligger et sted i mellom disse to estimatene. Vi erkjenner at selv dette intervallet kan være noe snevert og at virkelig verdi kan være både mindre og større. Da de finansielle eiendelene også er verdsatt gjennom en egen vurdering vil disse ikke bli vurdert som en

kritisk variabel i simuleringen. De kritiske budsjettdriverne settes dermed til driftsinntektsveksten, omløpet til netto driftseiendeler og netto driftsmargin. Videre vil flere av grunnlagene til avkastningskravet være avgjørende for verdiestimatet. Her vil de som regnes som kritiske være risikofri rente, markedets risikopremie og egenkapitalbeta.

Fremtidsregnskapet som er utarbeidet i kapittel 9 har en budsjettperiode på 6 år, hvor det deretter forventes konstant vekst. Tidspunkt for når variablene endres settes til horisontverdien, da store deler av den estimerte verdien ligger mer enn 6 år frem i tid. Alle budsjettdriverne bortsett fra driftsinntektsveksten har en noenlunde jevn utvikling mellom budsjettpunktene. Dette medfører at man ved å endre på variabelen i siste budsjettpunkt også vil endre på utviklingen gjennom budsjettperioden. Videre regnes den risikofrie renten som relativt sikker i budsjettperioden, og her er også horisontverdien satt som tidspunkt for å endre variabelen. Risikopremien til aksjemarkedet er satt lik i hele perioden, hvilket vil si at når denne variabelen endres så endres den for hele perioden i fremtidsregnskapet. Egenkapitalbetaen er derimot fastsatt kun for den første perioden, og endrer seg deretter gjennom verdsettelsen basert på oppdaterte kapitalvekter.

Videre må fordelingstype fastsettes. Her vil driftsinntektsvekst, driftsmargin, markedets risikopremie og risikofri rente ha uniform fordeling. Uniform fordeling medfører at det er lik sannsynlighet for å trekke alle varianter innenfor intervallet. Omløpet til netto driftseiendeler og egenkapitalbeta har normalfordeling. Her er det størst sannsynlighet for å trekke forventningen i det opprinnelige verdiestimatet, og jo lengre unna dette man er, jo mindre blir sannsynligheten. Standardavviket for variabelen avgjør da hvor langt unna forventningen det er sannsynlig at det trekkes. Standardavviket til omløpet til netto driftseiendeler er satt til standardavviket i den historiske analyseperioden. For de andre variablene er standardavvik eller utvalgsintervall satt skjønnsmessig. Flere av variablene vil være avhengig av hverandre. Da en eventuell korrelasjonsfaktor vil være utfordrende å estimere og formålet med analysen er å vise usikkerheten settes alle variablene i simuleringen imidlertid som uavhengige av hverandre. For begge fordelingstypene vil forventningen i det opprinnelige verdiestimatet utgjøre midtpunktet.

Driftsinntektsvekst i horisonten	U(0,015; 0,035)
Netto driftsmargin i horisonten	U(0,045; 0,085)
Onde i horisonten	N(1,100; 0,155)
Egenkapitalbeta	N(0,668; 0,067)
Risikofri rente etter skatt i horisonten	U(0,022; 0,032)
Markedets risikopremie	U(0,045; 0,055)

Tabell 11-16: Oppsummering variabler til input i Crystal Ball

Det er kjørt en simulering i Crystal Ball med 50 000 uttrekk.

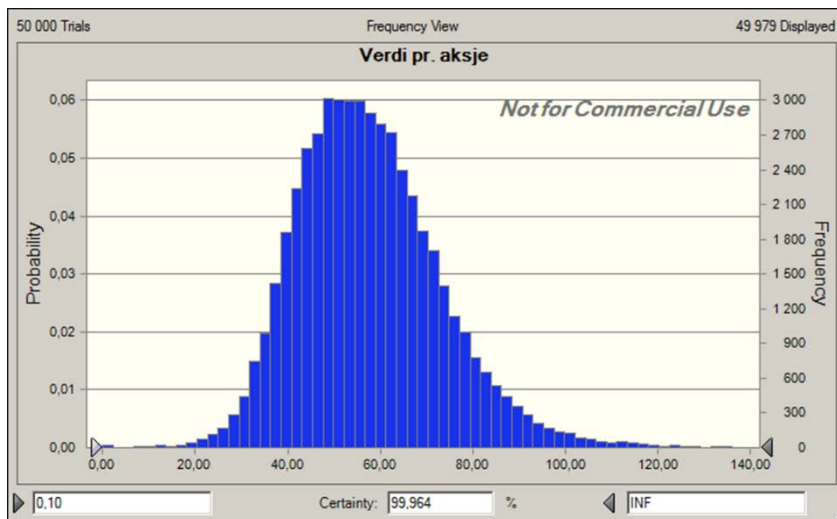
Statistic	Forecast values
Trials	50 000
Base Case	56,75
Mean	57,64
Median	56,09
Mode	0,00
Standard Deviation	28,80
Variance	829,29
Skewness	108,14
Kurtosis	17 475,67
Coeff. of Variation	0,4996
Minimum	0,00
Maximum	4 954,92
Mean Std. Error	0,13

Figur 11-3: Oppsummering usikkerhetssimulering

Fra disse tallene ser vi blant annet at gjennomsnittskursen fra simuleringene er på 57,64 kroner, mens medianen er på 56,09. Simuleringen gir et standardavvik på 28,80.

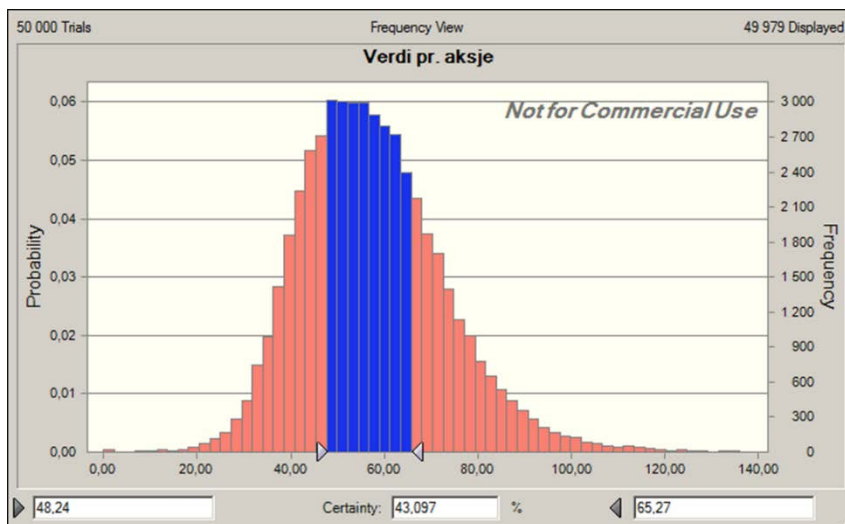
Standardavvik er et mål på verdiens avvik fra gjennomsnittet og viser hvor mye en serie med verdier avviker fra seriens gjennomsnitt. I en normalfordeling vil 68,27% av datasettet være under ett standardavvik fra gjennomsnittet.²⁰⁰ Hadde utfallet fra simuleringen vært normalfordelt ville dette medført at verdiestimatet med 68,27 % sikkerhet lå mellom 28,84 og 86,44 kroner, neppe et stramt intervall. Fra figuren nedenfor ser vi riktignok at fordelingen ikke er normalfordelt, da den er vesentlig mer toppet og skjev. Likevel gir dette et godt bilde over hvor stor usikkerhet det ligger i verdiestimatet.

²⁰⁰ Penman, S. H. (2013)



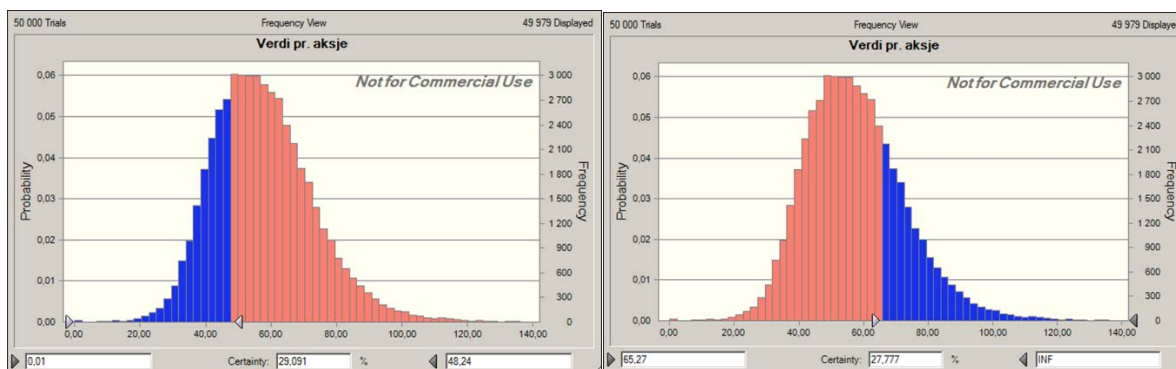
Figur 11-4: Fordeling usikkerhetssimulering

Denne figuren viser tilnærmet alle utfallene i simuleringen, kun et fåtall ekstreme utfall vises ikke. Utfallene som har størst sannsynlighet er de som ligger rundt vårt opprinnelige verdiestimat. Sannsynligheten for at verdiestimatet er over 0 er estimert til 99,96%, hvilket gir en konkurssannsynlighet på 0,04%. Dette er en god del lavere enn den estimerte konkurssannsynligheten fra kapittel 6 på 0,13%. Begge estimatene er imidlertid svært lave og underbygger at konkurssannsynligheten er lav.



Figur 11-5: Mest sannsynlige utvalgsintervall

I dette utvalgsintervallet er det estimert sannsynligheten for at verdiestimatet ligger mellom +/- 15 % av det opprinnelige verdiestimatet. Figuren viser at det er 43,1 % sannsynlighet for at verdiestimatet ligger i dette intervallet. Utfall under og over disse verdiene har vi definert som nedsiderisiko og oppsidepotensiale, hvilket fremkommer i figuren nedenfor.

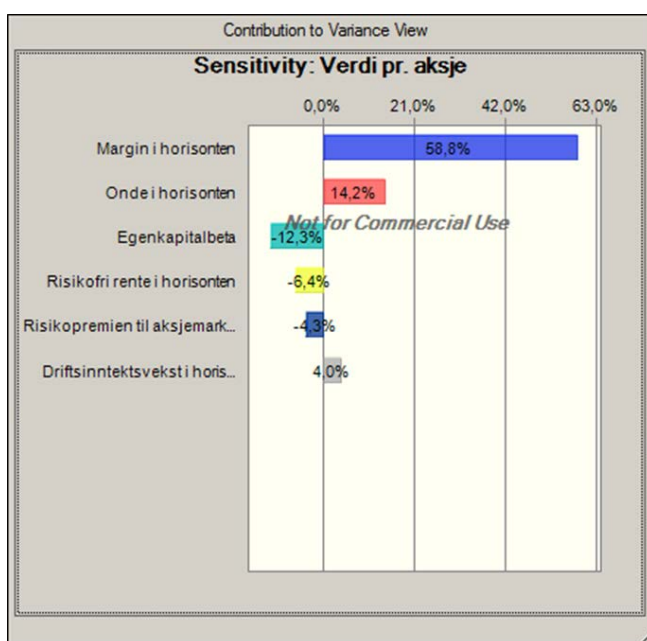


Figur 11-6: Nedsiderisiko og oppsidepotensiale verdiestimat

Nedsiderisikoen er dermed enhver verdi ned til konkurs under 48,24 kroner og er på 29,09 %. Oppsidepotensialet er enhver verdi over 65,27 kroner og er på 27,78 %.

11.7.2 Sensitivitet

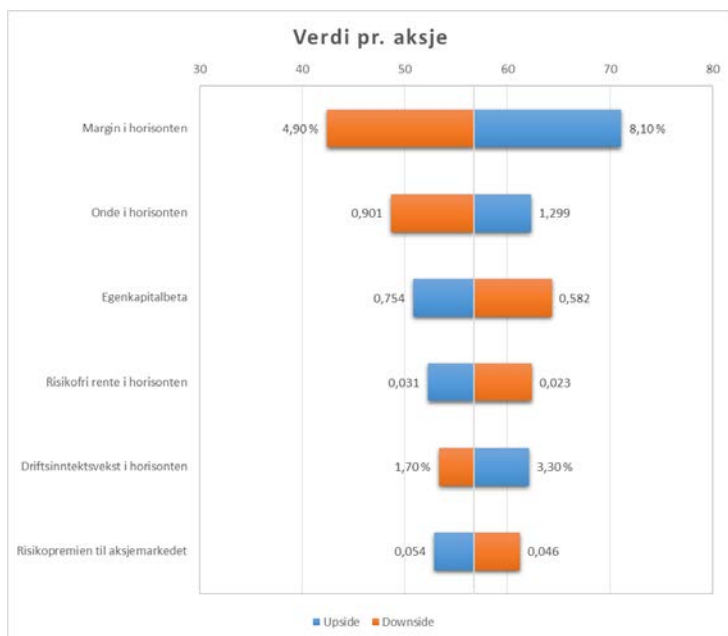
I kapitlet ovenfor er usikkerheten i verdiestimatet analysert. Vi vil nå vise hvor sensitivt verdiestimatet er overfor endringer i de utvalgte variablene. Den første analysen viser hvor mye hver variabel bidrar til variansen i simuleringen.



Figur 11-7: Sensitivitetsanalyse, variablenes bidrag til varians

Analysen viser variansen gitt at variablene øker, hvilket forklarer hvorfor noen variabler har positive verdier og andre har negative. Her ser vi klart at endringer i netto driftsmargin er den variabelen som påvirker usikkerheten aller mest. Simuleringen er også sensitiv for endringer i omløpet til netto driftseiendeler og egenkapitalbeta, men ikke i nærheten av så sensitiv som for endringer i driftsmargin. Noe overraskende er ikke verdiestimatet særlig sensitivt for driftsinntektsveksten i horisonten. Dette anses likevel rimelig da driftsinntektsvekst ikke

automatisk gir en økning i verdien på selskapet, da dette vil variere sterkt avhengig av i hvilken grad kostnadsvekst følger med inntektsveksten. Videre utføres det en sensitivitetsanalyse hvor det kun endres på en variabel av gangen, og hvilken effekt dette har på verdiestimatet.



Figur 11-8: Sensitivitetsanalyse, variabelens påvirkning på verdiestimatet

Analysen viser at det ligger et vesentlig oppsidepotensiale i verdiestimatet dersom Orkla klarer å oppnå bedre marginer i horisonten. Samtidig ligger det også en større nedsiderisiko dersom marginpresset i bransjen skulle bli enda større enn vi opprinnelig har vurdert. Som vi også så i analysen i figur 11-7 er driftsmargin altså den variabelen som er den mest sensitive i verdsettelsen.

Et siste moment vi ønsker å trekke frem i usikkerhetsvurderingen er den fremtidige skattesatsen. Gjennom utredningen er en skattesats på eller nært 27 % benyttet. I den strategiske analysen viste vi til at skattesatsen i Norge i fremtiden vil kunne endre seg, hvor en skattesats på 20 % allerede har blitt foreslått i en offentlig utredning. En lavere skattesats vil kunne påvirke verdsettelsen på flere måter. På den ene siden vil Orklas kontantstrøm få en positiv effekt flere steder. Blant annet vil netto driftsresultat øke som en følge av lavere skattesats. På den annen side vil også avkastningskravet endre seg, hvor en nedgang i skattesatsen vil kunne øke kravet. Vi anser det som sannsynlig at skattesatsen i fremtiden vil endre seg, men når eventuelt dette skjer og til hvilken sats er utfordrende å vurdere. Samtidig anser vi det som rimelig at dagens skattenivå er reflektert i børskursen som vi benytter som sammenligningsgrunnlag. Skattesats er derfor ikke vurdert som en egen kritisk variabel.

11.8 Oppsummering verdiestimat og usikkerhet

Gjennom fire ulike verdsettelsesmetoder kommer vi frem til et første verdiestimat på Orkla. Grunnet budsjetterte vekter i kapitalkravene er verdiestimatet forskjellig avhengig av hvilken metode som benyttes. Gjennomsnittet av disse fire metodene gir et første verdiestimat på 55,22 kroner per aksje. Det benyttes så en konvergeringsprosess hvor kapitalvektene sekvensielt oppdateres til deres virkelige verdi som til slutt gir et konvergent verdiestimat på 52,90 kroner. Dette estimatet oppdateres så etter en egen verdivurdering for Orklas tilknyttede selskaper, hvor det identifiseres en merverdi på MNOK 4 016 i forhold til hvordan disse blir verdsett gjennom kontantstrømmen til fremtidsregnskapet. Etter en ny konvergeringsprosess får vi et nytt verdiestimat på 56,75 kroner per aksje, hvilket verdsetter hele egenkapitalen til MNOK 57 828.

Videre utføres det usikkerhets- og sensitivitetsanalyser som viser at verdiestimatet er meget sensitivt for endringer i utvalgte variabler. Gjennom en Monte-Carlo simulering som ble kjørt 50 000 ganger kom vi frem til et gjennomsnittlig verdiestimat på 57,64 og en median på 56,09, hvilket underbygger det opprinnelige estimatet. Imidlertid vil kun små endringer i den mest sensitive variabelen driftsmargin endre verdiestimatet vesentlig. Analysene bekrefter også at Orkla har en svært lav konkurssannsynlighet.

Verdiestimatet vi har kommet frem til er neddiskontert til en verdi per 31.12.2014. Dette estimatet justeres til slutt opp til en verdi per 15.4.15 basert på avkastningskravet for 2015. Dette gir en endelig verdi per aksje på $56,75 * 1,045^{(3,5/12)} = 57,48$ kroner. Grunnlaget for dette er at vi da kan sammenligne denne verdien med børskursen per denne dato.

12 Komparativ verdivurdering

12.1 Innledning

Verdsettelsen frem til nå har fokusert på den fundamentale verdsettelsesmetoden, eller diskontert kontantstrømsmetode som den også er kjent som. Denne metoden anses som den mest grundige metoden med det største potensialet for et presist verdiesimat for et selskap i en moden bransje. Enhver analyse er imidlertid kun så nøyaktig som forutsetningene som den bygger på.²⁰¹ Under avsnittet som knyttet seg til valg av verdsettelsesmetode kommenterte vi at den fundamentale verdsettelsen ville bli supplert med en komparativ verdivurdering i form av multiplikatormodeller. En slik komparativ vurdering vil kunne bidra til å teste rimeligheten av benyttede kontantstrømsprognoser, forklare unormale forhold mellom selskapets og konkurrentenes forventede fremtidige ytelse og underbygge selskapsverdien basert på den fundamentale verdsettelsen.²⁰²

Fordelene ved å benytte multipler til verdsettelse fremfor å gjøre en fundamental verdsettelse er at denne metoden normalt er vesentlig raskere og krever mindre forutsetninger. En verdsettelse ved multiplikatormodeller vil også med høyere sannsynlighet reflektere stemningen i markedet da den måler relativ og ikke virkelig verdi. Damodaran hevder at en slik verdsettelse normalt vil generere en verdi som ligger nærmere markedsverdien enn diskontert kontantstrømsmetode.²⁰³ Det er imidlertid også viktig å være klar over svakhetene ved multiplmodellene. Disse modellene kan resultere i inkonsistente resultater hvor variabler som risiko, vekst og fremtidig kontantstrømspotensialet blir ignorert. En annen faktor er at når modellene vil reflektere stemningen i markedet medfører dette at selskapet som verdsettes kan bli overvurdert når de sammenlignbare selskapene i markedet er overvurdert. Tilsvarende vil selskapet kunne bli undervurdert når de sammenlignbare selskapene i markedet er undervurdert.²⁰⁴

En multiplikatormodell er enkel i sin fremstilling, og fremkommer slik.

*Verdi = Multiplikator * Grunnlag, hvor*

Verdi er lik markedsverdien av selskapet. Multiplikator er den multiplipelen som benyttes for å sammenligne ulike selskap. Ulike typer multipler vil bli diskutert i løpet av kapittelet.

²⁰¹ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010)

²⁰² Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010)

²⁰³ Damodaran, A. (2012)

²⁰⁴ Damodaran, A. (2012)

Grunnlag er tallstørrelsen knyttet til selskapet som multipliseres med multiplikatoren. Dette grunnlaget varierer basert på multiplikatoren som benyttes, men kan blant annet være bokført verdi av egenkapital, ordinært resultat eller total omsetning.

I utførelsen av en verdivurdering ved bruk av multipler er følgende steg sentrale.²⁰⁵

- 1) For det første må det velges en passende multipl. Koller, T. med flere anbefaler normalt å benytte forholdet mellom selskapsverdi (enterprise value) og EBITA. Årsaken til dette er at denne multiplenen, i motsetning til den mye brukte pris i forhold til ordinært resultat, ikke blir forstyrret av ulik kapitalstruktur og unormale gevinster og tap.
- 2) For det andre må multiplenen beregnes på en konsistent måte. Med dette menes at det må være konsistens mellom tallstørrelsene som benyttes. Dersom en for eksempel utelater en eiendel fra verdien må også resultat fra denne eiendelen utelates.
- 3) Til sist er det sentralt at det benyttes hensiktsmessige sammenlignbare selskap. Det vil være gunstig å benytte sammenlignbare selskap som har omtrent de samme utsiktene til langsiktig vekst og avkastning på investert kapital.

12.2 Valg av multipl

I valget av multipl kan man blant annet skille mellom inntjeningsbaserte, bokført verdibaserte eller omsetningsbaserte multipler.

Inntjeningsbaserte multipler tar utgangspunkt i et selskaps inntjening, for eksempel ordinært resultat, EBITA, EBITDA eller lignende. Disse multiplene viser dermed hvor mange ganger eller år etter hverandre den nåværende inntjeningen må forekomme for å tilsvare verdien av selskapet. Denne multiplenen kan ta utgangspunkt i nåværende inntjening slik at en får det nåværende forholdet. Eventuelt kan beregningen ta utgangspunkt i forventet inntjening neste år slik at en får et fremoverskuende forhold, for eksempel forward P/E.²⁰⁶ Eksempler på inntjeningsbaserte multipler er EV/EBITA og Price/Earnings.

Multipler som tar utgangspunkt i bokført verdi viser forholdet mellom markedsverdien av selskapet og den bokførte verdien av egenkapitalen. Den bokførte verdien vil være sterkt

²⁰⁵ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010)

²⁰⁶ Damodaran, A. (2012)

påvirket av regnskapsregler og den opprinnelige kjøpsprisen av selskapets eiendeler.²⁰⁷ Det mest kjente eksempelet er multippelen pris/bok.

Omsetningsbaserte multipler fungerer på samme måte som inntjeningsbaserte multipler, men tar i motsetning utgangspunkt i den totale omsetningen og ikke inntjeningen. En fordel ved denne multippelen er at den i liten grad blir påvirket av regnskapsregler. Imidlertid vil denne kunne variere sterkt mellom selskap og bransjer, da den ikke tar hensyn til blant annet profittmarginer.²⁰⁸

Orkla anses som et driftsselskap hvor prosessene og aktivitetene i selskapet er sentrale. Verdien i selskapet anses dermed i stor grad å være knyttet til ansattes kompetanse, rutine og relasjoner med kunder og leverandører ved fortsatt drift. Disse verdiene er ikke nødvendigvis reflektert i den bokførte verdien av selskapets eiendeler. Multipler som tar utgangspunkt i den bokførte verdien anses derfor ikke som de mest hensiktsmessige. Omsetning er en sentral størrelse i vurderingen av verdien av Orkla. Denne metoden anses likevel utfordrende å benytte som sammenligningsgrunnlag mot bransjeselskap da blant annet profittmarginene varierer mellom disse. De type multipler som anses som mest hensiktsmessige å benytte for et selskap som Orkla anses dermed å være de inntjeningsbaserte. Vi vil her velge å benytte både EV/EBITA og den mer kjente Price/Earnings.

Som i den fundamentale analysen vil selskapene Nestlé, P&G, Unilever og Mondelez bli benyttet som sammenlignbare selskaper. Vi har tidligere kommentert utfordringen ved at Orkla ikke har den samme utsikten til langsiktig vekst på en global skala som de sammenlignbare selskapene. Disse selskapene er likevel de børsnoterte selskapene som anses å være likest Orkla i type drift og risiko, og anses dermed som de mest hensiktsmessige å benytte i vurderingen.

12.3 Price/Earnings

Pris/fortjeneste multippelen er den mest brukte multippelen i verdsettelse, hvilket blant annet anses å komme av at den er enkel og lett forståelig. P/E multiplikatoren kan fremstilles slik:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedspris per aksje}}{\text{Fortjeneste per aksje}} = \frac{\text{Markedspris per aksje}}{\text{Nettoresultat til egenkapitalen per aksje}}$$

²⁰⁷ Damodaran, A. (2012)

²⁰⁸ Damodaran, A. (2012)

For å komme frem til en komparativ verdi for Orkla basert på denne multippelen vil vi beregne en P/E-verdi for bransjen som så multipliseres med Orklas nettoresultat til egenkapital per aksje.

P/E-verdier Bransjen	Bloomberg	Reuters	Egne beregninger			Beregning av gj. Snittlig vektet P/E basert på MV		
	P/E (15.4.15)	P/E (15.4.15)	MV (15.4.15)	Earnings/NRE	P/E	Gj.snittlig P/E	Vekt basert på MV	Gj.snittlig vektet P/E
Nestle	16,81	16,71	246 052,24	10 808,12	22,77	18,76	0,37	7,02
P&G	20,54	24,56	227 031,87	11 480,27	19,78	21,63	0,35	7,47
Unilever	22,55	22,67	122 992,16	6 063,91	20,28	21,83	0,19	4,08
Mondelez	20,13	29,23	61 443,94	2 809,88	21,87	23,74	0,09	2,22
								20,79
Beregning av verdiestimat basert på bransjens P/E.								
Orkla nettoresultat til egenkapital 2015			2 457					
* Gj.snittlig vektet P/E			20,79					
= Verdi av egenkapitalen			51 089					
/ Antall utestående aksjer (mill)			1 019					
= Verdiestimat (kr per aksje)			50,14					

Tabell 12-1: Komparativ verddivurdering ved multiplikatoren P/E

I beregningen ovenfor benytter vi P/E-verdier for bransjeselskapene innhentet fra Bloomberg²⁰⁹ og Reuters²¹⁰. I tillegg beregner vi egne verdier basert på markedsverdier innhentet fra Bloomberg og nettoresultatet til egenkapital fra våre egne omgrupperte og normaliserte bransjeregnskap. Både markedsverdi og nettoresultat til egenkapital er basert på tallstørrelser i lokal valuta. Da det er forholdstallene vi er ute etter anses dette som den beste løsningen. Basert på disse tre beregner vi en gjennomsnittlig P/E-verdi som vektes basert på bransjeselskapenes markedsverdi i forhold til deres samlede markedsverdi. Våre egne beregnede P/E-verdier treffer i snitt omtrent midt imellom de fra Bloomberg og Reuters. Verdiene vil kunne variere på bakgrunn av hvordan man har kommet frem til årsresultatet. Videre multipliseres den estimerte P/E-verdien med det estimerte nettoresultatet til egenkapitalen for Orkla i 2015. Dette gir en verdi per aksje på 50,14 kroner.

Verdien basert på P/E-multiplikatoren blir vesentlig lavere enn estimatet fra den fundamentale analysen hvor verdien vi kom frem til var 57,48 kroner. Det kan være flere årsaker til at metodene gir forskjellige verdiestimat. For det første er det ikke nødvendigvis slik at P/E-verdier for bransjen er et godt sammenligningsgrunnlag mot Orkla. Som nevnt tar denne multiplikatoren ikke hensyn til at selskapene kan ha forskjellig kapitalstruktur, samt at selskapene som sammenlignes kan ha forskjellige utsikter til vekst og rentabilitet. I tillegg møter vi igjen på utfordringen med Orkla sine tilknyttede selskaper. P/E-multiplikatoren benytter et forholdstall helt nede på bunnlinjen som dermed også inkluderer finansposter. Når Orkla skiller seg ut fra bransjen på dette området vil ikke nødvendigvis ordinært resultat være

²⁰⁹ Bloomberg Business, Stocks Nestle, Procter & Gamble, Unilever, Mondelez International

²¹⁰ Reuters, Stocks Overview Nestlé, Unilever, P&G and Mondelez

et godt sammenligningsgrunnlag. For det andre kan det være slik at Orkla er overvurdert av markedet i forhold til bransjen. Ser vi på P/E-verdiene som Bloomberg og Reuters oppgir for Orkla, er disse en del høyere enn for snittet av bransjeselskapene. Både Orkla og bransjeselskapene er store børsnoterte selskaper som følges av et stort antall analytikere. Vi vil derfor være forsiktige med å hevde at noen av selskapene er vesentlig under- eller overvurdert. Vi finner det mer sannsynlig at P/E-multiplikatoren innehar iboende svakheter som gjør sammenligning mellom ulike selskaper utfordrende. Vi ønsker likevel å fremheve at Orklas børskurs lå på dette kursnivået så sent som i januar 2015. Det er derfor ikke gitt at denne verdien er mindre riktig enn det fundamentale estimatet.

12.4 EV/EBITA

Den andre multiplikator-modellen er EV/EBITA, hvilket står for forholdet mellom selskapsverdien og inntjening før finansposter, skatt og amortiseringer. I motsetning til P/E tar denne modellen hensyn til kapitalstrukturen da selskapsverdien inkluderer både selskapets egenkapital og gjeld. Samtidig vil man ved å benytte EBITA fremfor ordinær inntjening ikke inkludere poster som amortisering av immaterielle eiendeler og unormale engangsgevinster og tap. Dermed vil man unngå å benytte en for lav inntjening, hvilket kan gi en kunstig høy P/E-verdi.²¹¹ I vårt tilfelle er disse postene imidlertid også justert ut i beregningen av P/E, da det i beregningen benyttes det normaliserte nettoresultatet til egenkapitalen. Ved å benytte EBITA fremfor EBITDA tas avskrivningene med. Grunnlaget for dette er at avskrivningene ikke anses som en kostnad som kun vedrører fortiden, men også fremtidig investering. Avskrivningene anses som regnskapsekvivalenten av å sette midler til side som skal benyttes til å erstatte driftsmidlene i fremtiden.²¹² EV/EBITA multiplikatoren kan fremstilles slik:

$$\frac{EV}{EBITA} = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Minoritetsinteresser} + \text{Finansiell gjeld}}{EBITA}$$

Imidlertid vil vi benytte en selskapsverdi hvor også finansielle eiendeler trekkes ut både for Orkla og bransjen. Grunnlaget for dette er å unngå at de tilknyttede selskapene i Orkla forstyrrer sammenligningsgrunnlaget. Dette vil også bidra til bedre konsistens da inntjeningsfaktoren som benyttes ikke inneholder finansinntekter. Som for P/E vil vi for å komme frem til en komparativ verdi basert på denne multippelen beregne en EV/EBITA-verdi for bransjen som så multipliseres med Orklas EBITA.

²¹¹ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010)

²¹² Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010)

Beregning av Enterprise Value (EV) for bransjen					
Beløp i lokal valuta	Markedsverdi	Finansiell Gjeld	Minoritetsinteresser	Finansielle eiendeler	Sum
Nestlé	246 052	23 532	1 754	-14 218	257 120
Procter & Gamble	227 032	36 077	762	-13 458	250 413
Unilever	122 992	14 633	612	-3 124	135 113
Mondelez	61 444	15 395	-	-4 091	72 748
EBITA 2015 = Drittsresultat fra egen virksomhet (før skattekostnad)					
Nestlé	15 201				
Procter & Gamble	15 670				
Unilever	9 149				
Mondelez	4 032				
Beregning av vektet EV/EBITA basert på MV					
Selskap	EV/EBITA	Vekt basert på MV	Avg. Vektet EV/EBITA		
Nestlé	16,91	0,37	6,33		
Procter & Gamble	15,98	0,35	5,52		
Unilever	14,77	0,19	2,76		
Mondelez	18,04	0,09	1,69		
Vektet EV/EBITA			16,30		
Beregning av verdiestimat basert på bransjens EV/EBITA					
Orkla EBITA 2015		3 261			
* Vektet EV/EBITA		16,30			
= Enterprise Value (eksl. FE)		53 137			
+ Finansielle eiendeler		18 843			
- Finansiell gjeld		10 044			
- Minoritet		315			
= Verdiestimat		61 620			
/ Antall utestående aksjer (mill)		1 019			
= Verdiestimat (kr per aksje)		60,48			

Tabell 12-2: Komparativ verddivurdering ved multiplikatoren EV/EBITA

I beregningen ovenfor begynner vi med å komme frem til en selskapsverdi for bransjen eksklusive finansielle eiendeler. Det benyttes den faktiske markedsverdien innhentet fra Bloomberg. I denne beregningen er også tallstørrelser i lokal valuta benyttet på samme grunnlag som for P/E-multippelen. Verdien på finansiell gjeld, minoritetsinteresser og finansielle eiendeler for bransjen er satt lik den bokførte verdien. Deretter benyttes estimert EBITA for bransjen i 2015 for å finne en EV/EBITA verdi per selskap. Disse selskapsverdiene vektet basert på hvert enkelt selskaps markedsverdi i forhold til total markedsverdi for å komme frem til en vektet EV/EBITA-verdi for bransjen.

Multiplikatoren for bransjen multipliseres så med Orklas estimerte EBITA for 2015 for å beregne en selskapsverdi eksklusive finansielle eiendeler. Deretter legges verdien av de finansielle eiendelene fra den komparative verdsettelsen av disse i kapittel 11 til, før verdien av den finansielle gjelden og minoritetsinteressene trekkes fra for å komme frem til egenkapitalverdien. Dette gir en verdi per aksje på 60,48 kroner.

Verdiestimatet vi får fra EV/EBITA-multiplikatoren havner en god del nærmere verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen. Det faktum at denne metoden tar hensyn til forskjeller i kapitalstruktur samt gir en bedre innarbeidelse av verdien på de finansielle eiendelene gjør at denne metoden anses som en bedre komparativ vurdering enn P/E. Det er likevel viktig å være klar over at heller ikke denne metoden tar tilfredsstillende hensyn til at de ulike selskapene kan ha forskjellige utsikter til vekst og rentabilitet.

12.5 Oppsummering komparativ verdivurdering

Den komparative verdivurderingen ga to nye verdiestimer på henholdsvis 50,14 kroner fra P/E-multiplikatoren og 60,48 kroner fra EV/EBITA-multiplikatoren. Fra før ga den fundamentale verdivurderingen et verdiestimat på 57,48 kroner. Under P/E-multiplikatoren har vi argumentert for hvilke iboende svakheter denne metoden har, hovedsakelig at den ikke tar hensyn til forskjell i kapitalstruktur og at de tilknyttede selskapene i Orkla forstyrrer sammenligningsgrunnlaget mot bransjen. Vi finner det derfor ikke overraskende at denne multiplikatoren avviker fra de andre. Dette medfører at vi i hovedsak vil se til multiplikatoren EV/EBITA i den komparative vurderingen. Denne anses på en bedre måte å ta hensyn til forskjeller mellom Orkla og bransjen, blant annet da poster som finans kan innarbeides basert på en egen verdsettelse. Verdien på 60,48 kroner treffer relativt nært det fundamentale estimatet og er kun 5,2 % høyere enn dette. Noe forskjeller mellom ulike verdsettelsesmetoder er forventet. Orklas børskurs har også beveget seg mer enn denne forskjellen i løpet av de siste månedene. Den komparative verdivurderingen anses dermed å gi økt sikkerhet for det opprinnelige verdiestimatet, og vi vil ikke forandre det fundamentale verdiestimatet som følge av en noe høyere verdi fra den komparative verdsettelsen.

13 Konklusjon og handelsanbefaling

I den fundamentale verdsettelsen estimerte vi verdien av egenkapitalen i Orkla til MNOK 57 828, hvilket ga en verdi på 56,75 kroner per aksje. Denne verdien ble så justert til 57,48 kroner per den 15.4.15 for å kunne sammenlignes med børskursen på den samme datoen. Gjennom den komparative verdivurderingen kom vi frem til et estimat på 60,48 kroner per aksje ved multiplikatoren EV/EBITA, hvilket underbygget verdien fra den fundamentale verdsettelsen. Hittil i 2015 har Orklas aksjekurs beveget seg mellom en bunnotering på 49,80 og en toppnotering på 65,50. En interessant observasjon er at den fundamentale og begge de komparative verdsettelsene ligger innenfor dette intervallet. Siste handelskurs på sammenligningsdatoen 15.4 var på 64,95. I utgangspunktet kan vi si at dersom verdiestimatet er høyere enn børskursen bør aksjen kjøpes, mens den bør selges om estimatet er lavere.

Det vil være sentralt å påpeke at det ligger en vesentlig usikkerhet i den estimerte verdien. Vi har etter beste evne etterstrebet å basere verdsettelsen på realistiske prognoser og antagelser om fremtiden. Fremtiden er imidlertid usikker og det er flere forhold som kan avvike fra hva vi har fastsatt. Usikkerhetsanalysen viste hvor store bevegelser i verdiestimatet små endringer i estimerte variabler kan medføre.

Grunnet usikkerheten i verdiestimatet fastsettes det en øvre og nedre grense for børskursen for å avgjøre den anbefalte handelsstrategien. Det benyttes derfor et hold-intervall på aksjen på $\pm 15\%$ i forhold til den estimerte verdien. Intervallet medfører også at anbefalingen gir handelsstrategi for en langsiktig og ikke kortsiktig investor. Basert på dette intervallet gir tabellen nedenfor den anbefalte handelsstrategien basert på børskursen.

	Kjøp	Hold	Selg
Børskurs	← 49	50 - 65	66 →

En børskurs lavere enn 49 vil dermed utløse en kjøpsanbefaling, mens en børskurs høyere enn 66 vil utløse en salgsanbefaling. Enhver børskurs mellom 50 og 65 vil gi en anbefaling om å holde på sin posisjon enten man er eier av aksjen eller ikke.

Sammenlignet med børskursen den 15.4 ligger Orklas aksjekurs meget nært en salgsanbefaling, men er fortsatt innenfor hold-intervallet. Anbefalt handelsstrategi på bakgrunn av denne verdsettelsen og børskursen 15.4 er derfor å holde på sin posisjon.

Referanseliste

Bøker

Barney, Jay B., *Gaining and Sustaining Competitive Advantage, Fourth Edition*, Pearson Education Limited, Harlow, 2014

Damodaran, Aswath, *Investment Valuation – University Edition: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, Third Edition*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, 2012

Kaldestad, Yngve og Bjarne Møller, *Verdivurdering*, DnR Kompetanse AS, Oslo, 2011

Koller, Tim, Marc Goedhard and David Wessels, *Valuation – Measuring and managing the value of companies, Fifth Edition*, McKinsey & Company, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, 2010

Kotler, Philip, *Markedsføringsledelse*, Gyldendal Norsk Forlag AS, Oslo, 2004

Palepu, Krishna G., Paul M. Healy and Erik Peek, *Business Analysis and Valuation IFRS Edition*, Cengage Learning EMEA, Andover, 2013

Penman, Stephen H., *Financial statement analysis and security valuation*, McGraw- Hill, New York, 2013

Års- og kvartalsrapporter

Cederroth, Årsrapport 2011 – 2013

Gränges, Årsrapport 2014

Jotun, Årsrapport 2014

Mondelez, 4. kvartalsrapport 2014

Mondelez, Årsrapport 2011 – 2013

Nestlé, Årsrapport 2011 – 2014

Norsk Hydro, Årsrapport 2014

Orkla, 3. og 4. kvartalsrapport 2014

Orkla, Årsrapport 2011 – 2013

Procter & Gamble, Årsrapport 2011 – 2014

Unilever, 4. kvartalsrapport 2014

Unilever, Årsrapport 2011 – 2013

Forelesningsnotater

Kjell Henry Knivsflå, *forelesningsplansjer 2015*, BUS440, Regnskapsanalyse og verdivurdering, NHH

Databaser

Datastream databaseverktøy

Tilgjengelig på: NHH Bibliotek

[Funnet 2 Mars 2015]

Regnskapsstandarder

IAS 17, *Leases*

IAS 38, *Intangible Assets*

U.S. GAAP, *ASC 350-20-25-3*

Artikler / Publikasjoner

EY, *Nordic Food Survey*

Tilgjengelig på: <http://www.ey.com/SE/sv/Industries/Consumer-Products/EY-Nordic-food-survey-private-label>

[Funnet 2 Februar 2015]

KPMG, *Corporate and Indirect Tax Rate Survey 2014*

Tilgjengelig på:

<http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/corporate-indirect-tax-rate-survey-2014.pdf>

[Funnet 5 Februar 2015]

NHH Paraplyen, *Nyttige idioter*

Tilgjengelig på: <http://paraplyen.nhh.no/paraplyen/arkiv/2013/oktober/nyttige-idioter/>

[Funnet 11 Februar 2015]

Orkla, *The Nordic Consumer Goods Champion, Investor presentation June 2014*

Tilgjengelig på: <http://hugin.info/111/R/1792829/617130.pdf>

[Funnet 6 Januar 2015]

PWC, *Risikopremien i det norske markedet*. Desember 2014

Tilgjengelig på: <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremien-2014-2015.jhtml>

[Funnet 25 Februar 2015]

SSB, *Økonomiske analyser 6/2014*

Tilgjengelig på: <http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/oa/6-2014>

[Funnet 5 Februar 2015]

The World Bank Group, *The Worldwide Governance Indicators (WGI) project*

Tilgjengelig på: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home>

[Funnet 5 Februar 2015]

United Nations, *World Populations Prospects – The 2012 Revision*

Tilgjengelig på:

<http://www.fn.no/content/download/18853/160781/file/World%20Population%20Prospect%202012%20revision.pdf>

[Funnet 23 Mars 2015]

Internettkilder

Aftenposten, *Vi bruker langt mindre av inntekten på mat*

Tilgjengelig på: <http://www.aftenposten.no/okonomi/Vi-bruker-langt-mindre-av-inntekten-pa-mat-7238904.html>

[Funnet 11 Februar 2015]

Bloomberg Business, *Stocks, Norsk Hydro, Alcoa, Hindalco, Tikkurila Oyj, Akzo Nobel, PPG Industries, Nestle, Procter & Gamble, Unilever, Mondelez International, Orkla*

Tilgjengelig på: <http://www.bloomberg.com/markets/stocks/>

[Funnet 15 April 2015]

Dagens Næringsliv, *Kos i Orkla*

Tilgjengelig på: <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/02/05/2109/Industri/kos-i-orkla>

[Funnet 6 Februar 2015]

Damodaran Online, *Levered and Unlevered Betas by Industry Global*

Tilgjengelig på: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaGlobal.xls>

[Funnet 15 April 2015]

Damodaran Online, *Variables used in Data Set*

Tilgjengelig på: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm

[Funnet 15 April 2015]

Danske Markets, *Orklas oppkjøp av Cederroth er innvannende*

Tilgjengelig på: <http://www.stocklink.no/ExpressArticle.aspx?id=94496>

[Funnet 16 Mars 2015]

E24, *Aksjeinfo Orkla*

Tilgjengelig på: <http://bors.e24.no/e24/portal/e24no/instrument?ticker=ORK.OSE>

[Funnet 5 Mars 2015]

E24, *Billigmerkene spiser av Hagens markedsandeler*

Tilgjengelig på: <http://e24.no/naeringsliv/billigmerkene-spiser-av-hagens-markedsandeler/23255416>

[Funnet 7 Januar 2015]

Forbes, *Global 2000 – Mondelez International*

Tilgjengelig på: <http://www.forbes.com/companies/mondelez-international/>

[Funnet 2 Februar 2015]

Forbes, *Global 2000 – Nestlé*

Tilgjengelig på: <http://www.forbes.com/companies/nestle/>

[Funnet 2 Februar 2015]

Forbes, *Global 2000 – Procter & Gamble*

Tilgjengelig på: <http://www.forbes.com/companies/procter-gamble/>

[Funnet 2 Februar 2015]

Forbes, *Global 2000 – Unilever*

Tilgjengelig på: <http://www.forbes.com/companies/unilever/>

[Funnet 2 Februar 2015]

Forbes, *How Target, Walgreens And Home Depot Have Forever Changed The Private Label Game*

Tilgjengelig på: <http://www.forbes.com/sites/scottdavis/2013/05/23/how-target-walgreens-and-home-depot-have-forever-changed-the-private-label-game/>

[Funnet 3 Februar 2015]

Forbes, *The World's Biggest Public Companies*

Tilgjengelig på: <http://www.forbes.com/global2000/list/>

[Funnet 2 Februar 2015]

HK*Nytt, *Norgesgruppen vil plassere varene selv*

Tilgjengelig på: [http://hk-](http://hk-nytt.no/arbeidslivet/norgesgruppen_vil_plassere_varene_selv_253623.html)

[nytt.no/arbeidslivet/norgesgruppen_vil_plassere_varene_selv_253623.html](http://hk-nytt.no/arbeidslivet/norgesgruppen_vil_plassere_varene_selv_253623.html)

[Funnet 23 Mars 2015]

Kunnskapscenteret, *PESTEL – analyse*

Tilgjengelig på: <http://kunnskapscenteret.com/pestel-analyse/>

[Funnet 5 Februar 2015]

Mondelez International, *About us*

Tilgjengelig på: <http://www.mondelezinternational.com/about-us>

[Funnet 29 Januar 2015]

Naturvernforbundet, *Klimaendringer og mat*

Tilgjengelig på: <http://naturvernforbundet.no/klima/konsekvenser-av-global-oppvarming/klimaendringer-og-mat-article31538-974.html>

[Funnet 6 Februar 2015]

Nestlé, *About us*

Tilgjengelig på: <http://www.nestle.com/aboutus>

[Funnet 29 Januar 2015]

Nordnet, *Aksjekurser – Mest omsatte*

Tilgjengelig på:

https://www.nordnet.no/mux/web/marknaden/kurslista/aktier.html?small=on&subtyp=price&sektor=0&sorteringsordning=fallande&mid=on&large=on&marknad=Norge&sortera=turnover&lista=1_1

[Funnet 3 Mars 2015]

Nordnet, *Gränges AB*

Tilgjengelig på:

<https://www.nordnet.no/mux/web/marknaden/aktiehemsidan/index.html?identifier=103110&marketid=11>

[Funnet 15 April 2015]

Norges Bank, *Statsobligasjoner daglige noteringer*

Tilgjengelig på: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>

[Funnet 15 April 2015]

Norges Bank, *Styringsrenten*

Tilgjengelig på: <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>

[Funnet 5 Februar 2015]

Norges Bank, *Valutakurser*

Tilgjengelig på: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/>

[Funnet 6 Januar 2015]

Norsk Landbrukssamvirke, *Den norske landbruksmodellen*

Tilgjengelig på: <http://www.landbruk.no/Politikk/Nasjonalt/Den-norske-landbruksmodellen>

[Funnet 15 April 2015]

Norsk Landbrukssamvirke, *Handelspolitikk*

Tilgjengelig på: <http://www.landbruk.no/Politikk/Handelspolitikk>

[Funnet 15 April 2015]

NRK, *Knallvekst for bedrifter som selger middag på døra*

Tilgjengelig på: <http://www.nrk.no/norge/knallvekst-for-bedrifter-som-selger-middag-pa-dora-1.12178448>

[Funnet 6 Februar 2015]

NUPI, *Den nordiske modellen – en vei ut av uføret?*

Tilgjengelig på: <http://hvorhenderdet.nupi.no/Artikler/2011-2012/Den-nordiske-modellen-en-vei-ut-av-ufoeret>

[Funnet 5 Februar 2015]

Orkla, *Om Orkla*

Tilgjengelig på: <http://www.orkla.no/Om-Orkla>

[Funnet 29 Januar 2015]

Orkla, *Orkla kjøper Cederroth*

Tilgjengelig på: <http://www.orkla.no/Presserom/Nyheter/Orkla-kjoeper-Cederroth>

[Funnet 29 Januar 2015]

Orkla, *Orklas aksjekurs*

Tilgjengelig på: <http://www.orkla.no/Investor/Aksjen/Orklas-aksjekurs>

[Funnet 30 Januar 2015]

Orkla, *Vekst for Orklas merkevarer*

Tilgjengelig på: <http://www.orkla.no/Presserom/Nyheter/Vekst-for-Orklas-merkevarer>

[Funnet 5 Februar 2015]

Oslo Børs, *Obligasjon ORK10*

Tilgjengelig på:

<http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/ORK10.OSE/overview>

[Funnet 15 april 2015]

Oslo Børs, *Obligasjon ORK80*

Tilgjengelig på:

<http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/ORK80.OSE/overview>

[Funnet 15 april 2015]

Oslo Børs, *Årsstatistikk, indekser*

Tilgjengelig på:

http://www.oslobors.no/content/download/75787/1496820/version/2/file/2014_Indekser.xlsx

[Funnet 30 Januar 2015]

PestleAnalysis. *What is PESTLE Analysis? A Tool for Business Analysis*

Tilgjengelig på: <http://pestleanalysis.com/what-is-pestle-analysis/>

[Funnet 5 Februar 2015]

Procter & Gamble, *Company*

Tilgjengelig på: http://www.pg.com/en_US/company/index.shtml

[Funnet 29 Januar 2015]

Proff Forvalt, *Firmainformasjon*

Tilgjengelig på:

<https://www.forvalt.no/foretaksindex2/firma/RegnskapsAnalyse.aspx?orgnr=910747711#kursrating>

[Funnet 2 Mars 2015]

Reuters, *Stocks Overview Nestlé, Unilever, P&G and Mondelez*

Tilgjengelig på: <http://www.reuters.com/finance/stocks/>

[Funnet 2 Mars 2015]

SSB, *BNP per innbygger, prisnivåjustert, 2011-2013*

Tilgjengelig på: <http://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/statistikker/ppp/aar/2014-12-12>

[Funnet 11 Februar 2015]

SSB, *Folkemengde og befolkningsendringer, 4 kvartal 2014*

Tilgjengelig på: <https://www.ssb.no/befolkning/statistikker/folkendrkv/kvartal/2015-02-19#content>

[Funnet 23 Mars 2015]

Standard & Poor's, *Rating Services*

Tilgjengelig på: <http://www.standardandpoors.com>

[Funnet 2 Mars 2015]

Stock Analysis on Net, *Mondelez International*

Tilgjengelig på: <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Mondelez-International-Inc/Analysis/Goodwill-and-Intangible-Assets>

[Funnet 13 Mai 2015]

Stock Analysis on Net, *Procter & Gamble*

Tilgjengelig på: <https://www.stock-analysis-on.net/NYSE/Company/Procter-Gamble-Co/Analysis/Goodwill-and-Intangible-Assets>

[Funnet 13 Mai 2015]

Store Norske Leksikon, *Scheel-utvalget*

Tilgjengelig på: <https://snl.no/Scheel-utvalget>

[Funnet 5 Februar 2015]

Unilever, *About us*

Tilgjengelig på: <http://www.unilever.com/aboutus/>

[Funnet 29 Januar 2015]

Aviser

Dagens Næringsliv 5. Mars 2015

Appendix

Beregninger omgruppert resultatregnskap

Beregning netto finanskostnad	2011	2012	2013	2014
Finanskostnader	-729	-685	-578	-456
- 27 % skatt	197	185	156	123
Netto finanskostnader	-532	-500	-422	-333

Tabell 15-1: Beregning netto finanskostnad Orkla 2011 – 2014

Beregning finansinntektsskattesatsen (fiss)	2011	2012	2013	2014	Sum
Utbytte	440	211	250	37	938
Finansinntekter	296	196	85	-	577
Sum	736	407	335	37	1 515
Skattesats (Utbytte * 0% + FI * 27%)/Sum	10,9%	13,0%	6,9%	0,0%	10,3%

Tabell 15-2: Beregning finansinntektsskattesats Orkla 2011 – 2014

Beregning netto finansinntekt	2011	2012	2013	2014
Finansinntekter	736	407	335	37
- Skatt (beregnet fiss)	-76	-42	-34	-4
+ Nettoresultat tilknyttet selskap	255	416	-2	121
Netto finansinntekter	915	781	299	154

Tabell 15-3: Beregning netto finansinntekt Orkla 2011 – 2014

Beregning unormalt netto finansresultat	2011	2012	2013	2014
Unormalt finansresultat	1 643	857	623	56
- Skatt på unormalt finansresultat fiss * UFR	-169	-88	-64	-6
+ Unormalt finansresultat fra disk. Virksomhet	-4 421	-1 218	-815	-485
+ Finansielt annet fullstendig resultat	-3 808	-1 083	48	735
+ Finansielt dirty surplus	-	-	-	-
Unormalt netto finansresultat	-6 755	-1 532	-208	300

Tabell 15-4: Beregning unormalt netto finansresultat Orkla 2011 – 2014

Beregning driftskattesats	2011	2012	2013	2014	Snitt	Median
NSK (SK - USK)	485	615	576	688		
fiss * FI	76	42	34	4		
ufrss * UFR	169	88	64	6		
fkss * FK	197	185	156	123		
DR + UDR	2 462	2 583	1 876	3 114		
Driftskattesats (dss)	18%	26%	34%	26%	25,8%	25,8%

Tabell 15-5: Beregning driftsskattesats Orkla 2011 – 2014

Beregning unormalt netto driftsresultat	2011	2012	2013	2014
Unormalt driftsresultat	-375	-386	-856	-92
- dss% skatt på unormalt driftsresultat	67	100	289	24
+ Driftsrelatert annet fullstendig resultat	-405	-885	2 052	565
+ Driftsrelatert dirty surplus	-584	33	22	5
- Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	-228	4	218	-2
- Unormal skatt på normalt og unormalt	169	111	116	-
Unormalt netto driftsresultat	-1 238	-1 253	1 173	504

Tabell 15-6: Beregning unormalt netto driftsresultat Orkla 2011 – 2014

Avstemming skatt	2011	2012	2013	2014
Normal driftsskattekostnad (ndss * DR)	732	766	705	827
+ Skatt på finansinntekt (fiss * FI)	76	42	34	4
- Skatt på finanskostnad (0,27 * FK)	197	185	156	123
+ Skatt på unormalt driftsresultat (dss * UDR)	-67	-100	-289	-24
+ Unormal skatt på normalt DR (dss - ndss) * DR	-228	4	218	-2
+ Unormal skattekostnad	169	111	116	-
+ Skatt på unormalt finansresultat (fiss * UFR)	169	88	64	6
Sum	654	726	692	688
Rapportert skattekostnad	-654	-726	-692	-688
Differanse	-	-	-	-

Tabell 15-7: Avstemming beregnede skattekostnader Orkla 2011 – 2014

Beregninger justeringer av målefeil

Beregning FoU - Justering	2011	2012	2013	2014
Utgifter til FoU *	89	91	131	131
Inngående FoU - kapital	553	553	553	553
+ Balanseføring av utgifter til FoU	89	91	131	131
- Avskrivning = Utgifter til FoU	89	91	131	131
= Utgående FoU - kapital	553	553	553	553
Virkning på driftseiendeler	553	553	553	553
- Virkning på utsatt skatt (ndss)	143	143	143	143
= Virkning på egenkapital	410	410	410	410
Tilbakeføring av FoU - utgifter	89	91	131	131
- Avskrivning på FoU - kapital	89	91	131	131
- Endring i utsatt skatt (ndss)	-	-	-	-
= Virkning på netto driftsresultat	-	-	-	-
* 2014 tall er traillet basert på vekst i omgrupperte driftskostnader fra 2013 til 2014				

Tabell 15-8: Beregning av FoU-justering Orkla 2011 – 2014

Beregning Merkevarekapital-justering	2011	2012	2013	2014
Utgifter til reklame og markedsføring *	483	469	541	542
Inngående merkevarekapital	1 526	1 526	1 526	1 526
+ Balanseføring av markedsføring	483	469	541	542
- Avskrivning = Utgift	483	469	541	542
= Utgående merkevarekapital	1 526	1 526	1 526	1 526
Virkning på driftseiendeler	1 526	1 526	1 526	1 526
- Virkning på utsatt skatt (ndss)	394	394	394	394
= Virkning på egenkapital	1 132	1 132	1 132	1 132
Tilbakeføring av reklame og markedsføring	483	469	541	542
- Avskrivning på merkevarekapital	483	469	541	542
- Endring i utsatt skatt (ndss)	-	-	-	-
= Virkning på netto driftsresultat	-	-	-	-
* 2014 tall er traillet basert på vekst i omgrupperte driftskostnader fra 2013 til 2014				

Tabell 15-9: Beregning av merkevarekapital-justering Orkla 2011 – 2014

Beregning Leiekapital-justering	2011	2012	2013	2014
Inngående leierett	1 261	1 261	1 261	1 261
+ Ny leie = leieutgift - rentekostnad	171	202	271	275
- Avskrivning = avskrivningskomponenten i l	171	202	271	275
= Utgående leierett	1 261	1 261	1 261	1 261
Inngående leiekraav	1 261	1 261	1 261	1 261
+ Nye krav = leieutgift - rentekostnad	171	202	271	275
- Avdrag = avskrivningskomponenten i leien	171	202	271	275
= Utgående leiekraav	1 261	1 261	1 261	1 261
Rente på leiekraavet = leiekraav 1.1 * rente	54	51	67	63
Balansejustering				
Virkning på driftseiendeler	1 261	1 261	1 261	1 261
-Virking på utsatt skatt (ndss)	325	325	325	325
= Virking på netto driftseiendeler	936	936	936	936
Virkning på egenkapital	-	-	-	-
Virkning på kortsiktig netto finansiell gjeld	127	150	201	204
+ Virking på langsiktig netto finansiell gjeld	809	786	735	732
= Netto finansiell gjeld	936	936	936	936
Resultatvirkning				
Virkning på NDR - fjerning av rentekostnad	54	51	67	63
- Endring utsatt skatt (ndss)	14	13	17	16
= Fullstendig netto driftsresultat	40	38	50	47
- Netto finanskostnad	40	38	50	47
= Fullstendig nettoresultat til EK	-	-	-	-

Tabell 15-10: Beregning av leiekapitaljustering Orkla 2011 – 2014

Bransjeregnskap

Omgruppert resultatregnskap - Bransjen				
Beløp i mill. NOK	2011	2012	2013	2014
Driftsinntekter	1 572 404	1 635 057	1 790 705	1 923 097
Kostnad solgte varer	-867 442	-902 546	-979 676	-1 053 100
Andre driftskostnader	-325 247	-340 651	-366 021	-374 483
Av- og nedskrivning varige driftsmidler	-137 094	-146 167	-159 045	-176 857
Driftsresultat fra egen virksomhet	242 621	245 693	285 962	318 657
Driftsrelatert skattekostnad	61 777	62 524	72 939	81 377
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	180 844	183 170	213 023	237 281
Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	-	-	-	-
Netto driftsresultat	180 844	183 170	213 023	237 281
Netto finansinntekt	10 643	11 896	18 124	10 938
Nettoresultat til sysselsatt kapital	191 487	195 066	231 147	248 219
Netto finanskostnad	-16 317	-18 033	-18 113	-15 295
Netto minoritetsresultat	-5 125	-6 567	-6 142	-8 805
Nettoresultat til egenkapital	170 045	170 466	206 892	224 119
Unormalt netto driftsresultat	8 443	-76 311	923	35 168
Unormalt netto finansresultat	-10 087	25 314	13 180	-3 698
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	168 402	119 469	220 995	255 588
Netto betalt utbytte	-179 225	-121 850	-174 992	-178 637
Endring i egenkapital	-10 823	-2 381	46 003	76 951

Tabell 15-11: Omgruppert og justert resultat samlet for bransjen

Omgruppert balanse - Bransjen				
Beløp i mill. NOK	2011	2012	2013	2014
Driftsrelaterte anleggsmidler	2 209 089	2 160 434	2 316 922	2 521 451
Driftsrelaterte omløpsmidler	437 457	398 945	424 049	472 291
Driftsrelaterte eiendeler	2 646 547	2 559 378	2 740 971	2 993 742
Finansielle anleggsmidler	64 135	49 234	59 307	75 184
Finansielle omløpsmidler	146 697	151 924	125 031	188 996
Finansielle eiendeler	210 832	201 157	184 338	264 181
Sum eiendeler	2 857 379	2 760 536	2 925 309	3 257 922
Egenkapital majoritet	1 352 999	1 344 292	1 456 784	1 585 155
Minoritetsinteresser	17 181	18 767	19 799	23 642
Egenkapital konsernet	1 370 180	1 363 059	1 476 583	1 608 797
Langsiktig driftsrelatert gjeld	445 440	434 696	425 164	480 667
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	404 308	384 949	452 456	512 969
Driftsrelatert gjeld	849 748	819 645	877 620	993 636
Finansiell gjeld	637 450	577 832	571 106	655 490
Egenkapital og gjeld	2 857 379	2 760 536	2 925 309	3 257 922

Tabell 15-12: Omgruppert og justert balanse samlet for bransjen

Syntetisk rating

Syntetisk rating - forholdstall, sannsynlighet for konkurs og kredittrisikopremie							
Rating	Likviditets- grad 1	Rente- deknings- grad (etter skatt)	Egenkapital- prosent av total kapital	Netto drifts- rentabilitet	Sann- synlighet for konkurs	Kreditrisiko- premie etter skatt - kort sikt	Kreditrisiko- premie etter skatt - lang sikt
	lg1	rdg	ekp	ndr	p	krpk	krpl
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0,0000	0,002	0,006
	8,900	11,600	0,895	0,308			
AA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,0002	0,004	0,080
	4,600	4,825	0,755	0,216			
A	3,000	3,350	0,660	0,166	0,0008	0,006	0,010
	2,350	2,755	0,550	0,131			
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,0026	0,010	0,014
	1,450	1,690	0,380	0,082			
BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,0097	0,027	0,031
	1,050	1,060	0,270	0,054			
B	0,900	0,900	0,220	0,040	0,0493	0,040	0,044
	0,750	0,485	0,175	0,026			
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	0,1261	0,079	0,083
	0,550	-0,345	0,105	-0,002			
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016	0,2796	0,145	0,149
	0,450	-1,170	0,030	-0,030			
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044	0,5099	0,210	0,214
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058			
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	0,8554	0,276	0,280

Tabell 15-13: Syntetisk rating, forholdstall, sannsynlighet for konkurs og kredittrisikopremie²¹³

Beregninger egenkapitalbeta, finansiell eiendelsbeta og avkastningskrav

Regresjon Output								
<i>Regression Statistics</i>								
Multiple R	0,504628185							
R Square	0,254649605							
Adjusted R Square	0,253934983							
Standard Error	0,012184665							
Observations	1045							
<i>ANOVA</i>								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>			
Regression	1	0,05290467	0,05290467	356,3418491	1,33201E-68			
Residual	1043	0,154850101	0,000148466					
Total	1044	0,207754771						
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	8,50163E-06	0,000377152	0,022541642	0,982020206	-0,000731562	0,000748565	-0,000731562	0,000748565
X Variable 1	0,806612924	0,042729889	18,87701907	1,33201E-68	0,722766583	0,890459266	0,722766583	0,890459266

Tabell 15-14: Beregning av betaverdi ved regresjonsanalyse Orkla

²¹³ Knivsflå, K. H. (2015)

Beregning av "unlevered beta"						
Selskap	Rå beta	Gjeldsgrad	Skattesats	Unlevered beta	Kontanter/ Selskapsverdi	Unl. beta korr. for kontanter
Nestle	0,65	9,56 %	18,43 %	0,60	2,57 %	0,62
P&G	0,41	15,89 %	21,35 %	0,36	3,48 %	0,38
Unilever	0,54	11,90 %	27,87 %	0,50	1,37 %	0,50
Mondelez	0,65	25,06 %	13,82 %	0,53	1,99 %	0,55
Orkla	0,81	15,33 %	23,96 %	0,73	3,26 %	0,75
Snitt bransje uten Orkla						0,51

Tabell 15-15: Beregning av eiendelsbeta, hvor effekten av kapitalstruktur fjernes

Korrigering av beta knyttet til finansielle eiendeler for Orkla			
Unl. beta korr. for kontanter			0,75
Beta knyttet til tilknyttede selskaper			1,01
Andel tilknyttede selskaper av selskapsverdi			22,9 %
Gjenværende andel som er tilkn. drift			77,1 %
Beregning driftseiendel-beta			0,67

Tabell 15-16: Korrigering av beta knyttet til finansielle eiendeler for å komme frem til driftseiendel-beta

Normalisering av unlevered driftseiendel-beta mot bransjen			
Driftseiendel-beta Orkla			0,67
Driftseiendel-beta bransjen			0,51
Normalisering med 2/3 Orkla og 1/3 bransjen			0,62

Tabell 15-17: Normalisering av Orklas driftseiendelbeta mot bransjen

Beregning av ny unl. Beta for Orkla			
Normalisert driftseiendelbeta mot bransjen			0,62
Beta tilknyttede selskaper			1,01
Andel tilknyttede selskaper av selskapsverdi			22,9 %
Gjenværende andel som er tilkn. drift			77,1 %
Beregning unl. beta Orkla			0,71

Tabell 15-18: Beregning av ny eiendelsbeta for Orkla hvor effekten av finansielle eiendeler legges til igjen

Beregning levered beta			
Unlevered beta Orkla			0,71
Gjeldsgrad			15,33 %
Skattesats			23,96 %
Kontantgrad			3,26 %
Beregning levered beta			0,77

Tabell 15-19: Beregning av egenkapitalbeta hvor effekten av kapitalstruktur hensyntas

Beregning av beta for tilknyttede selskaper				
Bransje/Selskap	Unlevered beta	Gjeldsgrad	Skattesats	Beta
Chemical (Basic)	0,70	43,37 %	16,22 %	0,95
Jotun	0,70	18,39 %	27,33 %	0,79
Metals & Mining	0,99	46,77 %	3,84 %	1,43
Sapa	0,99	29,87 %	6,53 %	1,26
Gränges	0,99	23,27 %	24,29 %	1,16
Selskap	Beta	Andel	Sum	
Jotun	0,79	0,51	0,40	
Sapa	1,26	0,41	0,52	
Gränges	1,16	0,08	0,09	
Sum beta tilknyttede selskaper			1,01	

Tabell 15-20: Beregning av beta for tilknyttede selskaper

Beregning sysselsatt beta hele periode:	11 - 14
Egenkapital- og minoritetsbeta	0,77
* (EK + MI) / SSK	0,67
+ Finansiell gjeldsbeta	-
* FG / SSK	0,33
= Sysselsatt beta	0,51

Tabell 15-21: Beregning av beta for sysselsatt kapital

Beregning egenkapitalbeta	2011	2012	2013	2014
Egenkapital- og minoritetsbeta	0,86	0,81	0,71	0,67
* (EK + MI) / SSK	0,59	0,63	0,72	0,77
+ Finansiell gjeldsbeta	-	-	-	-
* FG / SSK	0,41	0,37	0,28	0,23
= Sysselsatt beta	0,51	0,51	0,51	0,51

Tabell 15-22: Residual beregning av egenkapital- og minoritetsbeta historiske krav

Beregning egenkapitalbeta	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term +1
Egenkapital- og minoritetsbeta	0,67	0,68	0,68	0,69	0,70	0,70	0,70
* (EK + MI) / SSK	0,77	0,76	0,75	0,74	0,73	0,73	0,73
+ Finansiell gjeldsbeta	-	-	-	-	-	-	-
* FG / SSK	0,23	0,24	0,25	0,26	0,27	0,27	0,27
= Sysselsatt beta	0,51	0,51	0,51	0,51	0,51	0,51	0,51

Tabell 15-23: Residual beregning av egenkapital- og minoritetsbeta fremtidskrav

Komparative verdiberegninger finansielle eiendeler

Verdi Gränges			
Orkla har 31 % eierskap			
Børskurs SEK 30.12.14	51,00	Kilde: Nordnet. Gränges AB	
Totalt antall aksjer	74 639 386	Kilde: Nordnet. Gränges AB	
Totalt antall aksjer eid av Orkla	23 138 210		
Verdi Orklas aksjer (mill SEK)	1 180		
Verdi Orklas aksjer (mill NOK)	1 132	Kurs 31.12.14 ihht NB	

Tabell 15-24: Komparativ beregning av virkelig verdi Gränges

Verdi Sapa (JV)			
<i>Sammenlignbare selskaper</i>	<i>Pris / Bok</i>		
Norsk Hydro	1,16	Kilde: Bloomberg Business. Stocks, Norsk Hydro	
Alcoa	1,45	Kilde: Bloomberg Business. Stocks, Alcoa	
Hindalco	0,67	Kilde: Bloomberg Business. Stocks, Hindalco	
Snitt	1,11	Norsk Hydro er vektet med 50 % da dette er selskapet som anses å være nærmest driftsrisikoen i Sapa. De øvrige internasjonale aktørene er vektet til 25 % hver.	
Verdi for Sapa		Bokført EK 2014 (mill NOK)	
	11 538	Kilde: Årsrapport Norsk Hydro 2014	
Dette gir følgende verdier for Sapa			
Orklas eierandel	12 824	50 %	
Verdi Orklas eierandel (mill NOK)	6 412		

Tabell 15-25: Komparativ beregning av virkelig verdi Sapa (JV)

Verdi Jotun			
<i>Sammenlignbare selskaper</i>	<i>Pris / Earnings</i>		
Tikkurila Oyj	19,40	Kilde: Bloomberg Business. Stocks, Tikkurila Oyj	
Akzo Nobel	18,17	Kilde: Bloomberg Business. Stocks, Akzo Nobel	
PPG Industries	19,51	Kilde: Bloomberg Business. Stocks. PPG Industries	
Snitt	19,12	Tikkurila er vektet med 50 %, mens Akzo Nobel og PPG er vektet med 25 %. Dette er gjort da Tikkurila er det selskapet som anses å være nærmest Jotun i drift. De andre to driver også med annet innen kjemisk industri.	
Verdi for Jotun		Earnings 2014 (Årsresultat)	
	945 685	Kilde: Jotun Årsrapport 2014	
Dette gir følgende verdier for Jotun			
Orkla eierskap	18 081	43 %	
Verdi Orklas eierandel (mill NOK)	7 685		

Tabell 15-26: Komparativ beregning av virkelig verdi Jotun

Forkortelser

Δ SPD	Vekst i superprofitt til driftskapitalen
Δ SPDE	Vekst i superprofitt til driftsegenkapitalen
Δ SPE	Vekst i superprofitt til egenkapitalen
Δ SPS	Vekst i superprofitt til sysselsatt kapital
APM	Arbitrage Pricing Model
BCG	Branded Consumer Goods
BFD	Bransjefordel drift
CAPM	Kapitalverdimodellen
CHF	Sveister franc
DAM	Driftsrelaterte anleggsmidler
DEK	Driftsegenkapital
dekk	Driftsegenkapitalkrav
DF	Driftsfordel
DI	Driftsinntekter
div	Driftsinntektsvekst
DKG	Driftsrelatert kortsiktig gjeld
DOM	Driftsrelaterte omløpsmidler
dv	Diskontinuerlig virksomhet
EK	Egenkapital
ekk	Egenkapitalkrav
ekp	Egenkapitalprosent
ekr	Egenkapitalrentabilitet
EMV	Handelens egne merkevarer
EUR	Euro
EV	Enterprise value
FAM	Finansielle anleggsmidler
FE	Finansielle eiendeler
fed	Finansiell eiendelsdel
feg	Finansiell eiendelsgrad
fek	Finansielt eiendelskrav
fer	Finansiell eiendelsrentabilitet
FFFE	Finansieringsfordel finansielle eiendeler
FFFG	Finansieringsfordel finansiell gjeld
FFNFG	Finansieringsfordel netto finansiell gjeld
FG	Finansiell gjeld
fgd	Finansiell gjeldsdel
fgg	Finansiell gjeldsgrad
fgk	Finansielt gjeldskrav
fgr	Finansiell gjeldsrente
FKD	Fri kontantstrøm til driftskapitalen
FKDE	Fri kontantstrøm til driftsegenkapitalen
FKE	Fri kontantstrøm til egenkapitalen
FKG	Finansiell kortsiktig gjeld
FKS	Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital
FNR	Fullstendig nettoresultat

FOM	Finansielle omløpsmidler
FoU	Forskning og utvikling
GFD	Gearingfordel drift
IAS	International Accounting Standard
IFRS	International Financial Reporting Standard
JV	Joint Venture
KF	Kravfordel
KG	Kortsiktig gjeld
ki	Kortsiktige investeringer
ko	Konter
LDG	Langsiktig driftsrelatert gjeld
LFG	Langsiktig finansiell gjeld
lg1	Likviditetsgrad 1
lg2	Likviditetsgrad 2
MF	Marginfordel
MI	Minoritetsinteresser
mid	Minoritetsdel
MIF	Minoritetsfordel
mig	Minoritetsgrad
mik	Minoritetskrav
mir	Minoritetsrentabilitet
MNOK	Millioner norske kroner
NBU	Netto betalt utbytte
NDE	Netto driftseiendeler
NDK	Netto driftskapital
ndk	Netto driftskrav
ndm	Netto driftsmargin
NDR	Netto driftsresultat
ndr	Netto driftsrentabilitet
NFF	Norske Finansanalytikerers Forening
NFG	Netto finansiell gjeld
nfgg	Netto finansielt gjeldsgrad
nfgk	Netto finansielt gjeldskrav
nfgR	Netto finansiell gjeldsrentabilitet
NFI	Netto finansinntekter
NFK	Netto finanskostnader
NMR	Netto minoritetsresultat
NOK	Norske kroner
NRE	Nettoresultat til egenkapital
OCI	Andre resultatelementer
OF	Omløpsfordel
OM	Omløpsmidler
onde	Omløpet til netto driftseiendeler
P/E	Price/Earnings
rdg	Rentedekningsgrad

REC	Renewable Energy Corporation
RF	Ressursfordel
RFD	Ressursfordel drift
S&P	Standard & Poors
SEK	Svenske kroner
SF	Strategisk fordel
SPD	Superprofitt til driftskapitalen
SPDE	Superprofitt til driftsegenkapitalen
SPE	Superprofitt til egenkapitalen
SPS	Superprofitt til sysselsatt kapital
SSB	Statistisk sentralbyrå
SSK	Sysselsatt kapital
sskk	Sysselsatt kapitalkrav
Term	Terminal
TK	Totalkapital
USD	Amerikanske dollar
WACC	Vektet gjennomsnittlig kapitalkrav