



Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av
Orkla ASA

Martin Finne og Sindre Hugaas Myrdal

Veileder: Leif Atle Beisland

Selvstendig arbeid, masterstudiet 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 masterutredningen er en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av Orkla ASA. Formålet er å estimere egenkapitalverdien til Orkla ASA per 31.12.2017. Det endelige verdiestimatet danner grunnlag for å utarbeide en handlingsanbefaling. Fundamental verdsettelse ble vurdert som den mest hensiktsmessige verdivurderingsmetoden. Komparativ verdsettelse ble benyttet som supplerende metode.

Utredningen består av tre ulike deler. Den første delen består av presentasjon av selskapet, bransje og verdivurderingsmetoder. Videre utføres det en kvalitativ strategisk analyse av interne og eksterne faktorer som påvirker selskapet og bransjen.

I den andre delen utføres det regnskapsanalyse av historiske tall. Det ble her identifisert at selskapet innehar en tidsvektet gjennomsnittlig strategisk fordel på 5,5 %. I tråd med den kvalitative strategiske analysen viste regnskapsanalysen at fordelene hovedsakelig skyldes en bransjefordel.

Kunnskapen fra de foregående analysene dannet grunnlaget for å utarbeide fremtidsregnskap og fremtidskrav. Det ble deretter utarbeidet fundamental verdsettelse. Etter gjennomført konvergeringsprosess endte det endelige konkursjusterte verdiestimatet på NOK 79,04 per aksje. For å belyse usikkerheten knyttet til estimatet ble det benyttet sensitivitetsanalyse, hvor det ble konkludert med at det foreligger betydelig usikkerhet knyttet til estimatet. Deretter ble det benyttet komparativ verdsettelse, som et supplement til verdivurdering. Det endelige komparative verdiestimatet ble NOK 95,98 per aksje. Det fundamentale verdiestimatet ble vektet 70 % og det komparative 30 %.

Verdiestimatet per 31.12.2017 av Orkla ASA er NOK 84,69 per aksje. Det anbefales en hold-strategi i forhold til aksjekursen per 07.12.2017.

Forord

Masterutredningen er skrevet som et ledd i masterstudiet i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole. Etter en nøye vurdering av ulike alternativer falt det endelige valget på strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering, da vi anser dette som særlig relevant for revisjonsyrket. Vi erfarer at emnet krever en bred forståelse av økonomisk teori, og således gir oss mulighet til å anvende kunnskap vi har opparbeidet oss gjennom bachelor- og masterstudiet.

Arbeidet har vært både utfordrende og lærerikt. Vi sitter igjen med god innsikt i både Orkla og merkevarebransjen, samt en dypere forståelse for verdivurderingsprosessen.

Avslutningsvis ønsker vi å rette en stor takk til veileder Leif Atle Beisland for konstruktive tilbakemeldinger og tilgjengelighet gjennom hele prosessen.

Bergen, desember 2017

Martin Finne

Sindre Hugaas Myrdal

Innholdsfortegnelse

INNHALDSFORTEGNELSE.....	4
1. INNLEDNING.....	13
1.1 MÅLSETNING, PROBLEMSTILLING OG VALG AV SELSKAP.....	13
1.2 AVGRENSNINGER.....	13
1.3 STRUKTUR.....	14
2. PRESENTASJON AV BRANSJE OG SELSKAP.....	15
2.1 KORT OM ORKLA.....	15
2.2 HISTORIE.....	16
2.3 MÅLSETNING OG STRATEGI.....	18
2.4 FORRETNINGSOMRÅDER.....	19
2.4.1 <i>Orkla Foods</i>	19
2.4.2 <i>Orkla Confectionery & Snacks</i>	20
2.4.3 <i>Orkla Care</i>	21
2.4.4 <i>Orkla Food Ingredients</i>	21
2.4.5 <i>Orkla Investments</i>	22
2.5 EIERSTRUKTUR OG HISTORISK KURSUTVIKLING.....	22
2.6 PRESENTASJON AV BRANSJEN OG KONKURRENTER.....	24
2.6.1 <i>Bransjen</i>	25
2.6.2 <i>Avgrensning av oppgaven</i>	26
2.6.3 <i>Komparative selskaper / konkurrenter</i>	27
Nestlé.....	27
Procter & Gamble.....	28
Unilever.....	29

Mondelez International.....	30
Handelens egne merkevarer.....	31
3. VALG AV VERDSETTELSESMODELL	32
3.1 OVERSIKT OVER METODER FOR VERDSETTELSE	32
3.1.1 <i>Fundamental verdivurdering</i>	32
3.1.2 <i>Komparativ verdsettelse</i>	33
3.1.3 <i>Multiplikatormodeller</i>	33
3.1.4 <i>Substansverdimodeller</i>	34
3.1.5 <i>Opsjonsbasert verdsettelse</i>	35
3.2 VALG AV VERDSETTELSESMODELL.....	36
3.2.1 <i>Tilgjengelig informasjon</i>	36
3.2.2 <i>Komparative selskap</i>	36
3.2.3 <i>Pålitelighet</i>	37
3.2.4 <i>Tid til disposisjon</i>	37
3.2.5 <i>Fase i livssyklus</i>	37
3.2.6 <i>Endelig valg av verdsettelsesmodell</i>	38
3.3 RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	38
4. STRATEGISK ANALYSE	40
4.1 PESTEL-ANALYSE.....	40
4.1.1 <i>Politiske og legale faktorer</i>	41
4.1.2 <i>Politisk stabilitet</i>	41
Handelsreguleringer knyttet til lokale markeder	41
Legale faktorer.....	42
Skatt.....	43
4.1.3 <i>Økonomiske forhold</i>	43

Økonomisk utvikling og BNP	43
Inflasjon	44
4.1.4 <i>Sosiokulturelle faktorer</i>	44
Befolkningsvekst	44
4.1.5 <i>Teknologiske faktorer</i>	46
4.1.6 <i>Samfunns- og miljøfaktorer</i>	46
4.1.7 <i>Oppsummering av PESTEL-analysen</i>	47
4.2 BRANSJEANALYSE – PORTER’S FIVE FORCES	48
4.2.1 <i>Trussel fra nyetablering</i>	48
4.2.2 <i>Intern rivalisering</i>	50
4.2.3 <i>Substitutter</i>	52
4.2.4 <i>Kunders forhandlingsmakt</i>	54
4.2.5 <i>Leverandørers forhandlingsmakt</i>	55
4.2.6 <i>Oppsummering bransjeanalyse</i>	56
4.3 SVIMA-ANALYSE	58
4.3.1 <i>Fabrikker</i>	59
4.3.2 <i>Merkevarenavn</i>	59
4.3.3 <i>Kompetanse</i>	60
4.3.4 <i>Oppsummering</i>	60
4.4 OPPSUMMERING AV STRATEGISK ANALYSE GJENNOM SWOT-ANALYSE	61
5. REGNSKAPSANALYSE	64
5.1 RAMMEVERK	64
5.1.1 <i>Analysefokus</i>	64
5.1.2 <i>Valg av analyseperiode</i>	65

5.1.3	Valg av komparative selskap.....	66
5.2	TRAILING.....	67
5.3	PRESENTASJON AV BALANSE OG RESULTAT.....	68
5.4	OMGRUPPERING.....	70
5.4.1	Omgruppering av resultatregnskap.....	70
	1 – Identifisere fullstendig nettoresultat	71
	2 – Fordeling av fullstendig nettoresultat	71
	3 – Normalisering	72
	4 – Fordeling av skattekostnad	73
5.4.2	Omgruppering av balanse.....	76
	Driftsrelaterte eiendeler	76
	Finansielle eiendeler	77
	Driftsrelatert gjeld og finansiell gjeld.....	77
5.4.3	Fra total kapital til sysselsatt kapital.....	79
5.4.4	Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital.....	80
5.5	JUSTERING AV MÅLEFEIL.....	81
5.5.1	Markedsføring og FoU.....	82
5.5.2	Forskning og utvikling.....	83
5.5.3	Markedsføring.....	84
5.5.4	Leieforpliktelser.....	85
5.6	ENDELIG OMGRUPPERT RESULTAT, BALANSE OG KONTANTSTRØM	87
5.7	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLANALYSE	89
6.	ANALYSE AV RISIKO	91
6.1	ANALYSE AV KORTSIKTIG RISIKO	92
6.1.1	Likviditetsgrad 1.....	92

6.1.2	<i>Likviditetsgrad 2</i>	93
6.1.3	<i>Rentedekningsgrad</i>	94
6.1.4	<i>Fri kontantstrøm</i>	96
6.1.5	<i>Fremtidig gjeldsdekning</i>	98
6.2	ANALYSE AV LANGSIKTIG RISIKO.....	99
6.2.1	<i>Egenkapitalprosent</i>	99
6.2.2	<i>Netto driftsrentabilitet</i>	100
6.2.3	<i>Statistisk finansieringsanalyse</i>	101
6.3	SYNTETISK RATING.....	102
7.	AVKASTNINGSKRAV	105
7.1	GENERELT OM AVKASTNINGSKRAV.....	105
7.2	EGENKAPITALKRAVET.....	105
7.2.1	<i>Risikofri rente</i>	107
7.2.2	<i>Markedsrisikopremie</i>	109
7.2.3	<i>Beta</i>	111
7.2.4	<i>Illikviditetspremie</i>	114
7.2.5	<i>Beregning av årlig egenkapitalbeta</i>	115
7.2.6	<i>Egenkapitalkrav og minoritetskrav</i>	115
7.3	FINANSIELLE KRAV.....	116
7.3.1	<i>Finansielt gjeldskrav</i>	117
7.3.2	<i>Finansielt eiendelskrav</i>	119
7.3.3	<i>Krav til netto finansiell gjeld</i>	120
7.3.4	<i>Netto finansiell gjeldsbeta</i>	121
7.3.5	<i>Krav til netto driftskapital og sysselsatt kapital</i>	121

8.	LØNNSOMHETSANALYSE	124
8.1	STRATEGISK FORDEL	125
8.1.1	<i>Rammeverk for drifts- og finansieringsanalyse.....</i>	<i>126</i>
8.2	DRIFTSFORDEL	127
8.2.1	<i>Bransjefordel drift.....</i>	<i>128</i>
8.2.2	<i>Ressursfordel drift.....</i>	<i>129</i>
8.2.3	<i>Ressursfordel totalt sett.....</i>	<i>130</i>
8.2.4	<i>Marginfordel og omløpsfordel</i>	<i>131</i>
	Marginfordel.....	131
	Omløpsfordel.....	134
8.2.5	<i>Oppsummert strategisk driftsfordel.....</i>	<i>135</i>
8.2.6	<i>Gearingfordel drift.....</i>	<i>136</i>
	Oppsummering driftsfordel	137
8.3	FINANSIERINGSFORDEL	137
8.3.1	<i>Finansieringsfordel netto finansiell gjeld.....</i>	<i>138</i>
8.3.2	<i>Finansieringsfordel minoritetsinteresser.....</i>	<i>139</i>
8.3.3	<i>Oppsummering finansieringsfordel.....</i>	<i>140</i>
8.4	OPPSUMMERING STRATEGISK FORDEL.....	141
9.	FREMTIDSREGNSKAP	143
9.1	RAMMEVERKET	143
9.2	ANALYSE AV VEKST	143
9.2.1	<i>Analyse av historisk driftsinntektsvekst.....</i>	<i>143</i>
9.3	VALG AV BUDSJETTHORISONT	146
9.3.1	<i>Prognoseperiode</i>	<i>146</i>
9.3.2	<i>Valg av detaljnivå.....</i>	<i>147</i>

9.3.3	<i>Fremskrivningsteknikk</i>	147
9.4	BUDSJETTDRIVERE I PROGNOSEPERIODEN	149
9.4.1	<i>Driftsinntektsvekst</i>	149
9.4.2	<i>Netto driftsresultat</i>	153
9.4.3	<i>Netto driftseiendeler</i>	155
9.4.4	<i>Netto finansiell gjeld</i>	157
	Finansiell gjeld	157
	Finansielle eiendeler	158
	Oppsummering netto finansiell gjeld	159
9.4.5	<i>Netto finanskostnad</i>	160
	Finanskostnad.....	160
	Finansinntekt	160
	Oppsummering netto finanskostnad.....	161
9.4.6	<i>Minoritetsinteresse</i>	161
	Netto minoritetsresultat	162
9.5	FREMTIDSREGNSKAP	163
9.5.1	<i>Resultatregnskap</i>	163
9.5.2	<i>Balanse</i>	163
9.5.3	<i>Kontantstrøm</i>	164
10.	FREMTIDSKRAV OG STRATEGISK FORDEL	165
10.1	EGENKAPITALKRAV OG MINORITETSKRAV	165
10.1.1	<i>Risikofri rente</i>	165
10.1.2	<i>Markedets risikopremie</i>	167
10.1.3	<i>Egenkapitalbeta</i>	167
10.1.4	<i>Illikviditetspremie</i>	167

10.1.5	<i>Egenkapitalkrav og minoritetskrav</i>	169
10.2	FINANSIELLE KRAV	169
10.2.1	<i>Syntetisk rating</i>	169
10.2.2	<i>Finansielt gjeldskrav</i>	170
10.2.3	<i>Finansielt eiendelskrav</i>	171
10.2.4	<i>Netto finansielt gjeldskrav</i>	171
10.2.5	<i>Finansiell gjeldsbeta, finansiell eiendelsbeta og netto finansiell gjeldsbeta</i>	172
10.3	SELSKAPSKRAV	173
10.4	ANALYSE AV FREMTIDIG STRATEGISK FORDEL	173
11.	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	177
11.1	EGENKAPITALMETODEN	177
11.1.1	<i>Fri kontantstrøm til egenkapital</i>	178
11.1.2	<i>Superprofitt til egenkapital</i>	178
11.1.3	<i>Superprofittvekst-metoden med hensyn til egenkapital</i>	178
11.2	SELSKAPSMETODEN	179
11.3	FØRSTE VERDIESTIMAT	179
11.3.1	<i>Egenkapitalmetoden</i>	180
11.3.2	<i>Netto driftskapitalmetoden</i>	180
11.3.3	<i>Sysselsatt kapitalmetoden</i>	181
11.3.4	<i>Oppsummering første verdiestimat</i>	182
11.4	KONVERGENS MOT FELLES VERDIESTIMAT	183
11.5	ANALYSE AV USIKKERHET	184
11.5.1	<i>Konkursrisiko</i>	184
11.5.2	<i>Simuleringsanalyse med Crystal Ball</i>	185

Driftsinntektsvekst	186
Netto driftsmargin	187
Onde	187
Andre kritiske faktorer	188
<i>11.5.3 Simulering</i>	<i>188</i>
Oppsidepotensiale og nedsiderisiko	190
<i>11.5.4 Sensitivitetsanalyse</i>	<i>192</i>
<i>11.5.5 Oppsummering verdiestimat og usikkerhet</i>	<i>193</i>
12. KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	194
12.1 VALG AV MULTIPLIKATORER.....	195
12.2 PRIS/BOK	196
12.3 PRICE/EARNINGS.....	197
12.4 EV/EBITDA	197
12.5 KOMPARATIVT VERDIESTIMAT	199
13. KONKLUSJON.....	200
13.1 OPPSUMMERING	200
13.2 HANDLINGSSTRATEGI.....	201
14. BIBLIOGRAFI.....	202

1. Innledning

Innledningen vil kort redegjøre for målsetningen for utredningen og valgte avgrensninger, før strukturen for oppgaven vil presenteres avslutningsvis.

1.1 Målsetning, problemstilling og valg av selskap

Hovedformålet med utredningen er å finne et estimat på egenkapitalverdien per 31.12.2017. Det endelige verdiestimatet vil sammenlignes med aksjekursen per 31.12.2017, hvor det deretter vil presenteres en handelsstrategi basert på om selskapet er over-eller underpriset. Oppgaven baseres på relevant teori og litteratur, hvor på kvantitative og kvalitative metoder anvendes for å komme med et endelig verdiestimat. Det fordres samtidig at vi utviser skjønn og vurderer den økonomiske teorien i en praktisk kontekst. Den konkrete problemstillingen i denne utredningen er:

Hva er verdien av Orkla ASA sin egenkapital per 31.12.2017?

Ved valg av selskap var det ønskelig å finne et selskap av vesentlig størrelse, samt at det er en kjent aktør i det norske markedet. Valget falt til slutt på merkevareselskapet Orkla ASA. Selskapet har et bredt spekter av produkter som vi omgir oss med daglig, og vi så det derfor interessant å undersøke selskapets underliggende verdier.

1.2 Avgrensninger

Utredningen er basert på offentlig informasjon som årsrapporter og kvartalsrapporter. Det vil suppleres med tilgjengelig informasjon som artikler og rapporter fra internett. Det har ikke foreligget samarbeid med Orkla, hvilket er konsistent med å gjennomføre en investororientert analyse. Det foreligger følgelig et noe begrenset informasjonsgrunnlag. Siste tilgjengelig regnskapsinformasjon er rapporten for tredje kvartal 2017. Som følge av dette er denne rapporten siste benyttede regnskapsinformasjon.

1.3 Struktur

Masterutredningen baserer seg i stor grad på rammeverket til Kjell Henry Knivsflå som underviser kurset MRR413A ved Norges Handelshøyskole.

Strukturen i utredningen er delt inn i tre ulike deler. Den første delen består av kapittel 2 til 4. I kapittel 2 blir det presentert informasjon om selskapet, bransjen og sammenlignbare selskaper. Deretter vil det i kapittel 3 presenteres teori for ulike verdsettelsesmodeller, før det endelige valget begrunnes. I kapittel 4 vil det foretas en strategisk analyse av interne og eksterne forhold.

Del to består av kapittel 5 til 8. I kapittel 5 vil det foretas regnskapsanalyse, med påfølgende analyse av selskapets risiko, historiske avkastningskrav og lønnsomhetsanalyse i kapittel 6 til 8.

Del tre består av kapittel 9 til 12. Det vil her utarbeides fremtidsregnskap og fremtidskrav til bruk i verdivurdering i kapittel 11. Det utføres videre en komparativ verdsettelse i kapittel 12. Avslutningsvis vil utredningen oppsummeres, og det vil gis en handelsanbefaling.

2. Presentasjon av bransje og selskap

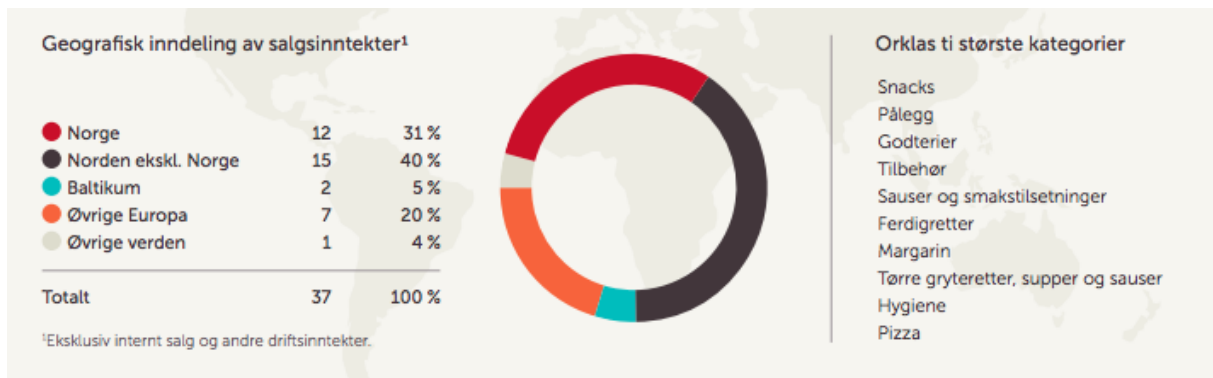
2.1 Kort om Orkla

Orkla er et av Norges største børsnoterte selskap. Selskapet er innenfor det nordiske og baltiske markedet en ledende leverandør av merkevarer til dagligvarehandel, storhusholdning, faghandel, apotek og bakerimarkedet (orkla.no, 2017a).

Merkevarevirksomheten består av forretningsområdene Orkla Foods, Orkla Confectionery & Snacks, Orkla Care og Orkla Food Ingredients. I tillegg har selskapet ulike investeringer knyttet til virksomheten Orkla Investments. Dette omfatter investering i Jotun, Hydro Power og ulike finansielle eiendeler. Per 31.12.2016 opplyser selskapet at de har vel 18 000 ansatte, og hadde i 2016 en omsetning på 37,8 milliarder norske kroner.

Orkla Foods	Orkla Confectionery & Snacks	Orkla Care	Orkla Food Ingredients	Orkla Investments
 <p>(NOK billion) Sales: 15.5 EBIT (adj.): 2.0</p> <p>EBIT (adj.) margin: 12.7%</p>	 <p>(NOK billion) Sales: 6.2 EBIT (adj.): 0.9</p> <p>EBIT (adj.) margin: 15.0%</p>	 <p>(NOK billion) Sales: 6.7 EBIT (adj.): 1.0</p> <p>EBIT (adj.) margin: 14.2%</p>	 <p>(NOK billion) Sales: 8.2 EBIT (adj.): 0.4</p> <p>EBIT (adj.) margin: 5.4%</p>	<p>Jotun (42.5%)</p> <p>Hydro Power</p> <p>Financial Investments</p>

Figur 2-1: Orklas forretningsområder



Figur 2-2: Orklas geografiske inndeling av salgsinntekt

2.2 Historie

Orkla har vært et børsnotert selskap på Oslo børs siden 1929 (orkla.no, 2017b). Selskapets røtter kan imidlertid trekkes helt tilbake til 1654 da man startet opp som et rent gruveselskap basert på den rike malmforekomsten i Løkken i Sør-Trøndelag. Selskapet er således et av de eldste selskapene i norsk næringsliv.

Gruvedriften legges ned i 1987. Fra dette tidspunktet og til i dag har selskapet bestått av en todeling mellom merkevare- og investeringsvirksomhet. I perioden 1986 til 2003 jobbet selskapet med å konsolidere nordiske merkevarer under selskapsnavnet Orkla. Basisen for merkeveragesatsingen kom med gjennom fusjonen med Borregaard i 1986. Borregaard eide da kjente merkevarer som Lilleborg og Stabburet. Et videre steg i den nordiske satsingen ble lagt i 1991 da man fusjonerte med Nora Industrier. I løpet av det neste tiåret jobbet Orkla aktivt for å forstørre seg innenfor det nordiske markedet. Selskapet overtok Procordia Food og Abba Seafood i Sverige, får etter hvert full kontroll over bryggeriet Ringnes.

Etter disse oppkjøpene retter selskapet fokus mot Øst-Europa (dagensperspektiv.no) Ifølge tidligere administrerende direktør Roar Engeland skjønte man utover 90-tallet at det norske og nordiske markedet var for lite for å skape tilstrekkelig fremtidig vekst. Den tidligere direktøren begrunner valget med at man i Øst-Europa stiller på lik linje med de andre selskapene, mens man i de vestlige markedene møter dem i deres hovedsatsingsområde. Selskapet erkjente at kjøpekraften til folk i disse markedene var lav, men håpte at blant annet Eu-medlemskap ville hjelpe på. I slutten av 90-tallet foretar man en rekke oppkjøp gjennom den baltiske satsingen

Baltic Beverages Holdning. i 2004 knytter man til seg den store sjokolade- og snacksprodusenten SladCo.

I perioden 2004 til 2008 vendte Orkla fokuset mot annen investeringsvirksomhet enn det som direkte kunne knyttes til branded consumer goods. Blant annet inngår man i 2005 avtale om kjøp av andeler i Elkem og Sapa, hvis virksomhet er innen henholdsvis silisium og aluminiumsindustrien. I 2007 blir Orkla største eier i solcelleselskapet Renewable Energy Corporation ASA (REC) som eier av 39,99 % av aksjene. To år senere blir Orkla eneeier i Sapa i en byttehandel hvor man sier fra seg en eierandel i Elkem.

I 2009 stod Orklas merkevarevirksomheten, Orkla Brands, for 41 % av de samlede driftsinntektene. Etter dette besluttet Orkla å spisse satsingen mot merkevarevirksomhet. I 2011 uttalte daværende konsernsjef Bjørn Wiggen at man i 2010 tok konsekvensen av at selskapets virksomhetsportefølje hadde blitt for bred, og solgte siden Elkem, Borregaard Skoger og reduserte aksjeporteføljen. Videre utalte Wiggen at ”det er et økende antall sterke merkevareselskaper som søker nye eiere, både i Norden og i andre områder der vi har virksomhet i dag.”

I 2012 så man Orkla ta et stort skritt i retning av å bli et rendyrket merkevareselskap. Man inngikk avtale om å kjøpe Rieber & Søn. Rieber & Søn hadde vært en betydelig aktør i dagligvarehandelen i Norden med kjente merker som Toro, Mr. Lee, Vossafår, Vitana og K-Salat. Med dette kjøpet utvidet Orkla produktporteføljen og fikk sterke markedsposisjoner i nye kategorier. Samme år inngår man også avtale om å kjøpe Jordan, som har produkter innen munnhygiene, rengjøring og malerverktøy.

I 2013 omorganiseres merkevaredelen og deles inn i 5 segmenter: Orkla Foods, Orkla Confectionery & Snacks, Orkla Home & Personal, Orkla Food Ingredients og Orkla International. Høsten 2013 etableres Sapa AS, som er et joint venture mellom Orkla og Hydra, hvor hver part eier en halvpart. Året etter inngår man avtale om å kjøpe NP Foods Group og utvider med det sin virksomhet i det baltiske dagligvaremarkedet.

I 2015 endrer Orkla Home & Personal navn til Orkla Care, man styrker samtidig segmentet gjennom oppkjøp av merkevareselskapet Cederroth. Dette året reduseres Orklas eierandel i Gränges til 16 %. Denne gjenværende eierandelen selges i sin helhet i 2016.

I juli 2017 inngår Orkla og Norsk Hydro avtale om at Hydro kjøper Orklas eierandel på 50 % i Sapa AS. Selskapet selger også sin andel i Rygge Lufthavn AS. Disse to salget bekrefter Orklas satsing på merkevarevirksomheten. Dette presiseres ytterligere under delkapittelet om Orklas strategi senere i oppgaven.

Oppsummert kan man dele Orklas nyere historie inn i tre bolker. I årene 1986 til 2003 konsoliderte man det nordiske markedet innenfor branded consumer goods gjennom oppkjøp av sterke nordiske merker. I den neste femårsperioden hadde selskapet et bredere fokus og foretok en finansielle investeringer. Fra 2009 og til i dag har både investeringer og egen kjernedrift dreid i retning av å bli et rendyrket merkevareselskap.

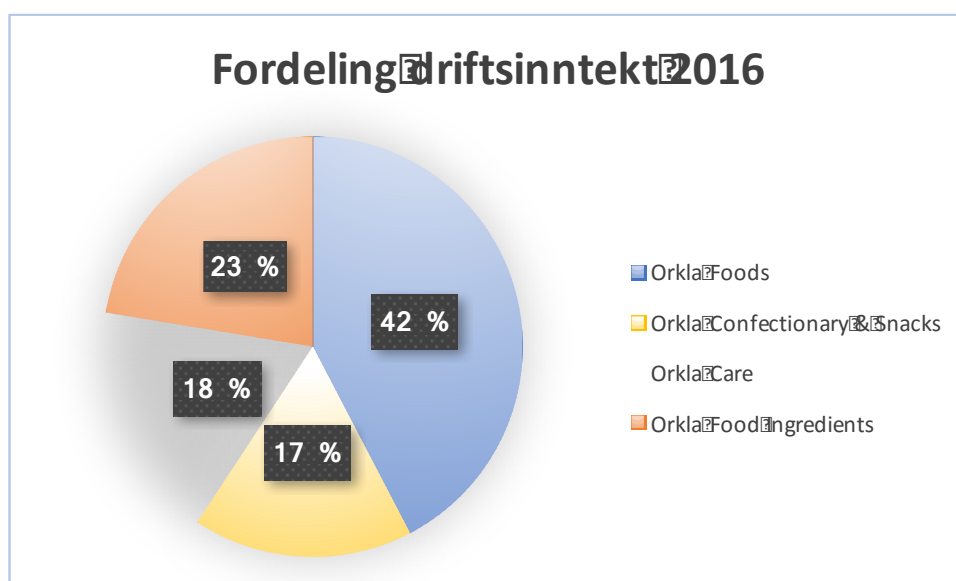
2.3 Målsetning og strategi

Orklas strategi er å være det ledende merkevareselskapet i Norden, Baltikum og andre utvalgte markeder (orkla.no, 2017c). Forretningsideen bygger på ”å gjøre hver dag bedre med lokale, bærekraftige merkevarer som skaper glede.” Selskapet er i sluttfasen av endringen fra industrielt konglomerat til rendyrket merkevareselskap, og vil i kommende perioder fortsette å redusere eksponeringen utenfor merkevareområdet. Orkla definerer selv en merkevare som ”et begrep som beskriver et sett assosiasjoner, egenskaper og verdier som er knyttet til et produkt eller en tjeneste.”

Selskapet vil prioritere aktiviteter som driver organisk vekst og gir økt lønnsomhet (orkla.no, 2017c). Gjennom Samhandling på tvers av ulike segmenter som ”Ett Orkla” skal man utnytte stordriftsfordeler og konsentrere produksjonen om færre, men større produksjonsenheter. Tiltak rundt det å styrke kunderelasjonene vil vektlegges. I tillegg til organisk vekst vil selskapet bruke oppkjøp av små eller mellomstore aktører til å styrke selskapets posisjon i markeder hvor man allerede er etablert.

2.4 Forretningsområder

Orklas merkevarevirksomhet består som nevnt av forretningsområdene Orkla Foods, Orkla Confectionery & Snacks, Orkla Care og Orkla Food Ingredients (Orkla, 2017d) Disse vil være hovedfokus i denne oppgaven da Orkla har uttalt dreining mot å bli et rendyrket merkevareselskap. Dette vises igjen gjennom at Orkla i den siste tiden har solgt seg ut av en del investeringer. I det følgende vil oppgaven presentere de ulike segmentene Orkla operer i.



Figur 2-3 – Fordeling av Orklas driftsinntekter i merkevareområdet i 2016

2.4.1 Orkla Foods

Orkla Foods er det største av de fire merkevaresegmentene, med 42 % av Orklas driftsinntekter innenfor merkevareområdet (Orkla, 2017d) Orkla Foods tilbyr produkter til markeder i Norden, Baltikum, Sentral-Europa og India. Her finner man produkter innen kategorier som frysepizza, supper, sauser, pålegg og ferdigretter. Produktene selges for det meste gjennom dagligvarehandelen, men også noe gjennom kiosker og bensinstasjoner. Hele 60 % av segmentets omsetning i 2016 kom fra Norge og Sverige. I Norge finner man merkevarer som Stabburet, Nora og Toro. Særlig etter oppkjøpet av Rieber og Søn, som blant annet eide Toro,

styrket man sin posisjon som markedsledende i de nordiske landene. Kjente merkevarer fra Orkla Foods Sverige inkluderer Abba, Felix og Kalles.

En utvidet distribusjonsavtale med PepsiCo fra 2016 sikret Orkla Foods rettigheter til å selge frokostprodukter som Tropicana og Quaker de nordiske landene. I tråd med økende etterspørsel og krav til naturlig og sunn mat, jobber Orkla Foods med utvidelse av produktserien Pauluns. Dette er Orklas merke innen naturlig helse, og inkluderer blant annet frokostblandinger, supper, middagstilbehør og knekkebrød. Paulúns-produktene omsatte i 2016 for 299 millioner kroner, og ble introdusert i Norge i 2017 under navnet Toro Bare Bra.

2.4.2 Orkla Confectionery & Snacks

Orklas virksomhet i segmentet Confectionery & Snacks omfatter godteri, kjeks og annen snacks (Orkla, 2017d). Forretningsområdet omfatter selskapene Orkla Confectionery & Snacks i Norge, Sverige, Danmark, Finland og Latvia, samt Kalev i Estland. Kalev er for øvrig Orklas eldste merkevare med sine 210 år ute på markedet. Av andre kjente merkevarer kan nevnes Kims, Nidar, Sætre, Panda, OLW og Taffel.

Orkla styrket sin posisjon i Norge i 2016 gjennom avtale med Coop om salg av løsvæktgodteri i deres butikker. Selskapet ble samme år også ansvarlig for salg av Lay's snacksprodukter i Norge gjennom avtalen med PepsiCo. I anledning 210-årsjubileet lanserte man i 2016 en rekke nye produkter i Estland.

I 2016 stod Orkla Confectionery & Snacks for 17 % av Orklas driftsinntekter i merkevareområdet. 94 % av omsetningen kom fra de nordiske og baltiske markedene. Det største enkeltmarkedet er Norge.

2.4.3 Orkla Care

Orkla Care er Orklas forretningsområde for helse- og velværeartikler (Orkla, 2017d). Området er organisert i seks forretningsenheter. Disse er Orkla Home & Personal Care, Orkla Health, Lilleborg, Pierre Robert Group, Orkla House Care og Orkla Wound Care. Størst av disse er avdelingen Home & Personal Care og Health som tilbyr produkter innen henholdsvis personlig pleie og ernæring. Lilleborg har produkter knyttet til rengjøring – både personlige hygieneartikler og profesjonelle rengjøringsmaskiner. Orkla House Care, Pierre Robert Group og Orkla Wound Care har produkter innen henholdsvis malerverktøy, tekstiler og sårpleie.

Forretningsområdet Orkla Care står for 19 % av merkevareområdets driftsinntekter, hvor 78 % av disse stammer fra det nordiske markedet. Her er Norge det største enkeltmarkedet med 47 % av omsetningen. Sunsilk, Define, Jif, Sun, Zalo, Jordan, Pierre Robert og Möller's er noen av de mest kjente merkene innenfor Orkla Care.

2.4.4 Orkla Food Ingredients

Innenfor segmentet Orkla Food Ingredients finner vi margarin- og smørprodukter, gjær, samt ingredienser til baking (Orkla, 2017d). De største selskapene innenfor forretningsområdet er Idun Industri, Odense Marcipan, Kåå, Credin, Sonneveld og Dragsbæk. Selskapet opplyser på sine hjemmesider at man er ledende leverandør av bakeingredienser i Norden og Baltikum, og at forretningsområdet står for 22 % av driftsinntektene innenfor merkevareområdet.

70 % av salget kommer fra håndverksbakerier og industrielle bakerier, mens 20 % stammer fra salg direkte til forbruker. I sistnevnte kategori finner man produktserier som Mors hjemmebakte, Kronsjäst og Odense. De siste ti prosentene er salg av iskremingredienser og tilbehør. Denne kategorien ble i 2016 styrket ytterligere gjennom oppkjøp, og selskapet er gjennom tilstedeværelse i Norden, Tyskland, Nederland og Storbritannia en betydelig leverandør av iskremingredienser.

Da forretningsområdet Orkla Food Ingredients i stor grad har sitt salg gjennom distribusjonsavtaler og en større andel salg av råvarer, opplever segmentet lavere driftsmargin enn de andre forretningsområdene innenfor merkevareområdet. Dette vil problematiseres

ytterligere i vår regnskapsanalyse av selskapet. Orkla opplyser imidlertid at kapitalavkastningen til segmentet er noenlunde lik som de andre områdene.

2.4.5 Orkla Investments

Vi har i det foregående presentert de ulike forretningsområdene innenfor Orklas merkevarevirksomhet. Som nevnt tidligere har Orkla imidlertid flere investeringer i tillegg til dette. Investeringsområdet vil ikke være fokus i denne oppgaven grunnet Orklas uttalte strategiske endring mot rendyrking av merkevarevirksomheten. Resultatene fra investeringene er likevel en del av Orklas resultater og behandles deretter.

Forretningsområdet *Orkla Investments* omfatter det tilknyttede og felleskontrollerte selskapet Jotun. Her har Orkla en eierandel på 42,5 % (Orkla, 2017d). Jotun er ledende produsent av maling og pulverlakker på verdensbasis. Andre selskaper innenfor forretningsområdet er Hydro Power, Orkla Venture, samt delsegmentet *Financial Investments*. Disse dreier seg om henholdsvis energivirksomhet, gründerinvesteringer og Orklas aksjeportefølje. Sistnevnte inkluderer blant annet *Orkla Eiendom*.

Orkla har som nevnt tidligere vært tungt inne i selskapet Sapa, men i henhold til strategien om rendyrking av merkevarevirksomheten, inngikk selskapet i juli 2017 en avtale om å selge sin andel av Sapa til Norsk Hydro. Denne transaksjonen ble godkjent av konkurransemyndighetene i september 2017.

2.5 Eierstruktur og historisk kursutvikling

Orkla er et allmennaksjeselskap notert på Oslo Børs under tickerkodens ORK (Orkla, 2017d). Det er etablert under norsk lovgivning og er et av de største selskapene på Oslo Børs. Ved utgangen av 2016 var Orkla det sjette største selskapet på nevnte børs og utgjorde da 6,1 % av børsens hovedindeks. På dette tidspunktet var markedsverdien av selskapet 79,7 milliarder norske kroner. Dette var en økning på 8,3 milliarder fra året før.

For investorer med et langsiktig investeringsperspektiv er to forhold av betydning; aksjens verdistigning og utbetalt utbytte. Når det gjelder utbyttepolitikken, opplyser Orkla på sine

hjemmesider at de følger en utbyttestrategi med vekt på forutsigbarhet og stabilitet (orkla.no, 2017e). Forutsatt at den underliggende verdien i selskapet er ”tilfredsstillende”, skal eierne få *en jevn og stabil økning* i utbetalt utbytte. Dette følger av ideer fra Orklas investordag i 2015. her ble det sagt at man ville framlegge forslag om at det skulle opprettholdes et stabilt utbytte på minimum 2,50 kroner per aksje. Alle aksjene har for øvrig like rettigheter og er fritt omsettelige.

I 2016 ble det omsatt i gjennomsnitt 1,8 millioner Orkla-aksjer per dag (Orkla, 2017d). Dette tilsvarer 0,17 % av alle aksjer på Oslo Børs. Totalt sett ble det omsatt Orkla-aksjer for 33,5 milliarder kroner. Dette tilsvarer 4,1 % av børsens totale omsetning.

Per 10. november 2017 hadde Orkla i 38 412 aksjonærer. 51,9 % av disse opplyses å være eiet av utenlandske investorer (orkla.no, 2017f). Tabellen under viser en oversikt over de viktigste aksjonærene i selskapet. Vi ser at de tre største aksjeeierne er Canica AS, Folketrygdfondet og Tvist 5 AS.

Aksjonærer		Antall aksjer	Eierandel av kapital ²
1	CANICA AS	193 292 000	18,97 %
2	FOLKETRYGDFONDET	79 678 909	7,82 %
3	TVIST 5 AS	50 050 000	4,91 %
4	STATE STREET BANK AN S/A SSB CLIENT	Nominee	4,08 %
5	STATE STREET BANK AN A/C CLIENT	Nominee	2,46 %
6	CLEARSTREAM BANKING	Nominee	2,28 %
7	THE BANK OF NEW YORK BNYM SA/NV	Nominee	1,84 %
8	THE BANK OF NEW YORK S/A ADR	Nominee	1,72 %
9	STATE STREET BANK AN A/C WEST	Nominee	1,68 %
10	GOLDMAN, SACHS & CO.	Nominee	1,21 %
11	STATE STREET BANK	Nominee	0,97 %
12	THE BANK OF NEW YORK BNYM	Nominee	0,91 %
13	JPMORGAN CHASE BANK, A/C	Nominee	0,90 %
14	STATE STREET BANK AN A/C CLIENT	Nominee	0,89 %
15	JPMORGAN CHASE BANK, NORDEA	Nominee	0,84 %
16	PRUDENTIAL ASSURANCE HSBC		0,80 %
17	STATE STREET BANK AN A/C CLIENT	Nominee	0,77 %
18	INVESCO FUNDS BNY MELLON		0,76 %
19	KLP AKSJENORGE INDEKS		0,74 %
20	JPMORGAN CHASE BANK, S/A	Nominee	0,70 %
Sum aksjer		562 853 517	55,24 %

Figur 2-4: Aksjonærliste Orkla

Rank	Land	Aksjer	% av aksjer	Aksjonærer	% av aksjonærene
1	Norway	478,176,819	46.93	34,123	88.83
2	United States	214,707,535	21.07	407	1.06
3	United Kingdom	113,290,538	11.12	311	0.81
4	Luxembourg	59,017,121	5.79	65	0.17
5	Japan	17,344,868	1.70	111	0.29
6	Netherlands	16,578,610	1.63	103	0.27
7	France	15,189,987	1.49	55	0.14
8	Sweden	14,140,259	1.39	1,068	2.78
9	Ireland	11,930,508	1.17	44	0.11
10	Andre	78,554,725	7.71	2,125	5.53
	Total	1,018,930,970	100.00	38,412	100.00

Figur 2-5: Aksjonærer i Orkla, fordelt etter nasjon

2.6 Presentasjon av bransjen og konkurrenter

I selskapspresentasjonen av Orkla presiserte vi hvordan Orkla har endret strategi de siste årene. Særlig fra 2011 endret selskapet fokus mot å rendyrke merkevarsatsingen. Dette gjenspeiles når man ser på driftsinntektene. I 2010 utgjorde eksempelvis driftsinntektene fra merkevarevirksomheten 41 % av de totale driftsinntektene (Orkla, 2017). 6 år senere, i 2016, var situasjonen en helt annen, da merkevarevirksomheten stod for hele 96 % av de totale driftsinntektene. Satsingen har også vist seg gjennom selskapets oppkjøp. Orkla har solgt seg ut av investeringer utenfor kjernevirksomheten og foretatt oppkjøp for å styrke merkevareområdet sitt.

I lys av denne utviklingen er det naturlig å anta at Orkla vil være et merkevarselskap i perioden fremover. Oppgaven velger å definere denne bransjen som branded consumer goods.

Videre i dette kapitlet vil vi presentere denne bransjen og andre selskaper som Orkla må konkurrere med. Denne bransjeprestasjonen vil legge grunnlaget for videre strategisk analyse, med påfølgende regnskapsanalyse. Som følge av at Orklas hovedsatsing innenfor dette virksomhetsområdet er i Norden og Baltikum, vil bransjen i oppgaven defineres som markedet for branded consumer goods i det nordiske og baltiske markedet. Uttrykkene branded consumer goods, ofte forkortet BCG, og merkevareselskapene vil i denne oppgaven brukes om hverandre.

2.6.1 Bransjen

Bransjen for branded consumer goods kjennetegnes av relativt få, men samtidig store selskaper. Dette er typiske produsentselskaper som selger sine produkter gjennom utsalgssteder som eksempelvis dagligvarebutikker, kiosker eller rene matbutikker. Noe som er vektlagt i denne oppgaven er at de gjerne operer innfor flere produktkategorier eller segmenter. Orkla har som nevnt produkter innen ulike sjangere som mat, forbruksartikler, renholdsartikler m.m. For å få et representativt utvalg av selskaper til bransjen, har vi derfor valgt å utelate merkevareselskaper med mer nisjepreget virksomhet. Dette gjelder eksempelvis selskaper som Coca Cola AS og L'Oreal (chinadaily.com, 2016). Ser man på omsetning blant merkevareselskaper rangeres disse gjerne som noen av de ti største. Denne omsetningen stammer imidlertid i veldig stor grad fra henholdsvis salg av leskedrikk og skjønnhetsartikler. Bransjegruppen i denne oppgaven er satt sammen av selskaper med et bredt produktutvalg, men som samtidig har betydelige markedsandeler i det nordiske markedet.

I det nordiske markedet konkurrerer Orkla mot rene merkevareselskaper, men også butikkenes egne merkevarer. Blant merkevareselskapene har man både typiske nisjebedrifter med lokalt preg og store globale aktører. I en investorpresentasjon fra 2015 presenterer Orkla seg som det største BCG-selskapet i Norden (Orkla, 2015). På plassene bak finner man det vi kaller nisjebedrifter som Arla, Nortura og Tine. Dette er kooperativer som opererer innen delvis monopolistiske markeder med skjermingsstøtte og importvern. Sammenlignet med Orkla opplever vi at disse har både annerledes forutsetninger og strategisk fokus. Disse betegnes derfor ikke som sammenlignbare selskaper i denne sammenhengen, og inkluderes følgelig ikke i bransjen. Dette betyr ikke at disse er selskaper som Orkla ikke må ta hensyn til i sin strategiutarbeiding. Selskapene er betydelige aktører innen meieri- og kjøttindustri, og

eventuell utvidelse av virksomheten vil kunne påvirke BCG-selskapene med bredere produktspekter.

På den annen side finner man globale BCG-selskaper. Dette er aktører som er av en helt annen størrelse enn Orkla globalt sett. Når det gjelder det nordiske markedet, viser Orklas investorpresentasjon fra 2015 at disse er betydelig mindre enn Orkla målt i driftsinntekter. Flere av de store globale BCG-selskapene har et produktsortiment som er relativt likt som Orklas. Når man i tillegg tar med disse aktørenes potensiale hva angår utvidelse av den nordiske satsingen, er dette selskaper som absolutt vil være sammenlignbare for Orkla. Vi velger oss derfor ut fire globale selskaper som komparative selskaper for Orkla. Selskapene vi velger til å representere bransjen for branded consumer goods i det nordiske og baltiske markedet er Nestlé, Procter & Gamble, Unilever og Mondelez. Hvert og enkelt av disse vil presenteres i ytterligere detalj under. Felles for disse er imidlertid bredt produktsortiment, rendyrket merkevaresatsing og potensiale innenfor vårt marked.

I tillegg til rene merkevareselskaper, konkurrerer Orkla som nevnt også mot butikkenes egne merkevarer. I dag ser vi eksempelvis at stadig flere av dagligvareforretningene produserer og selger sine egne merkevarer. Merkene Rema 1000, Coop, Eldorado og First Price er eksempler på dette. Særlig aktuelt er dette innenfor forretningsområdet for mat. Denne type produkter vil ikke defineres som en del av bransjen, men grunnet deres sentrale rolle i konkurransen mot merkevareselskapene, introduseres disse nærmere i dette kapitlet.

2.6.2 Avgrensning av oppgaven

Sentrale forutsetninger for den kvantitative delen av oppgaven vil gjennomgås i detalj i kapittel 5. Likevel, finner vi det nødvendig å belyse enkelte forhold ved oppgaven før presentasjonen av de ulike selskapene i bransjen og påfølgende strategisk analyse.

Som nevnt i forrige delkapittel om bransjen, velges fire globale merkevareselskaper til å representere bransjen for branded consumer goods. Da Orklas hovedsatsingsområde er innenfor det nordiske og baltiske markedet, er det naturlig å vektlegge dette markedet i oppgaven. Regnskapstallene som brukes i oppgaven er derimot for selskapene som helhet. Dette gjøres da geografisk regnskapsrapportering for de ulike selskapene er for mangelfull til å gi tilstrekkelig og hensiktsmessig regnskapsinformasjon. Da den strategiske analysen i stor grad tar utgangspunkt i forholdene i Norden, innebærer dette at kvalitativ og kvantitativ

analyse gjøres på noe ulikt grunnlag. Implisitt forutsettes det da at selskapene er ”like flinke” overalt, hvilket må sies å være noe urimelig. Eksempelvis er det rimelig å anta at Orkla relativt sett gjør det bedre på merkevarekjennskap vis-a-vis de globale merkevareselskapene blant nordiske forbrukere enn globalt sett. I tillegg kan det samme antas når det gjelder selskapets lønnsomhet.

Dette innebærer at lønnsomhetsbetraktningene i denne oppgaven ikke knytter seg til eksakt det nordiske markedet, hvilket gjør at den strategiske analysen ikke vil være fullstendig forklarende for lønnsomheten.

2.6.3 Komparative selskaper / konkurrenter

Nestlé

Nestlé er verdens største mat- og drikkevareselskap (nestle.com, 2017). Selskapet har 328 000 ansatte og over 2000 ulike merkevarer, fordelt på 191 land rundt i verden. Størst inntjening har selskapet fra de amerikanske kontinentene, men de er også en betydelig aktør i resten av verden. Hovedkontoret ligger i Vevey i Sveits og er børsnotert på den sveitsiske børsen. Per november 2017 hadde selskapet en markedsverdi på 229 milliarder dollar (forbes.com, 2017). I henhold til rangeringen Forbes 2000 Global Companies var selskapet ved dette tidspunktet verdens 36. største selskap (Forbes 2017). Denne rangeringen er utarbeidet på grunnlag av faktorer som inntekt, overskudd, eiendeler og markedsverdi. Innen kategorien *food processing* rangeres selskapet som verdens største. I 2016 hadde selskapet driftsinntekter på 89,5 milliarder sveitserfranc, tilsvarende 600 milliarder norske kroner (årsrapport, 2016).

Selskapets produktportefølje inkluderer syv ulike kategorier (nestle.com, 2017). Disse kaffe- og andre drikkevarer, ernæring og helse, melkeprodukter og iskrem, ferdigmat, dyremat, snacks og vann. Den største kategorier er kaffe- og andre drikkevarer, som står for rundt 22 % av selskapets driftsinntekter. Dette skyldes i stor grad de to produktseriene Nescafé og Nespresso. Andre kjente merker i Nestlés produktportefølje er Nestea, Maggi, KitKat, Vittel, Mövenpick, Lion og Nesquick.

I kontekst av verdsettelsen i denne oppgaven og Orklas inndeling i ulike segmenter, er selskapet først og fremst en konkurrent for Orkla innen segmentene Orkla Food og Orkla Confectionary & Snacks. Selskapet har imidlertid et økende fokus på helse og har i de senere årene investert i forskning innen helse. Mye tyder derfor på at det foreligger et potensiale for selskapet også helse- og velværeartikler. På sikt kan Nestlé derfor bli en konkurrent for Orkla på de fleste fronter.

Procter & Gamble

Procter & Gamble er et amerikansk selskap som er børsnotert i New York (pginvestor, 2017). Selskapet ble grunnlagt av William Procter og James Gamble i 1837 og har i dag sitt hovedkvarter i Cincinnati i USA. I dag har selskapet 105 000 ansatte og produkter i over 180 land. Nær halvparten av salgsinntektene i på rundt 65 milliarder dollar (omregnet til NOK med dagens kurs: 450 MNOK) 2016 stammet fra det nordamerikanske markedet. Nærmere én fjerdedel av salget kom fra Europa. Med en markedsverdi på 228 milliarder dollar ligger selskaper per november 2017 på 46. plass på Forbes 2000 Global-rangering, og rangeres som det største innen kategorien *Personal Care/Household* (forbes.com, 2017).

Selskapet deler selv produktporteføljen sin inn i ti ulike kategorier. Dette er stort sett ulike former for hygiene-, skjønnhets og forbruksartikler. Porteføljen deres inkluderer kjente merkenavn som Ariel, Pampers, Gillette, Always, Oral-B og Head & Shoulders.

Som vi ser av produktutvalget til Procter & Gamble er selskapet først og fremst en konkurrent for Orkla innen segmentet Orkla Care.

Verdt å notere seg er at selskapet har avvikende regnskapsår sammenlignet med de øvrige selskapene som nevnes i denne oppgaven. Procter & Gamble sitt regnskapsår er fra 1. juli til 30. juni. Dette medfører at periodene blir like lange, men Procter & Gambles regnskapstall er et halvt år forskjøvet. Da bransjen i stor grad må antas å ha stabile salg, uavhengig av årstid, finner vi det rimelig å anta dette gir liten effekt på regnskapsanalysen i denne oppgaven. Kvartalsvise regnskapstall fra selskapet viser også dette.

Unilever

Unilever er et britisk-nederlandsk, hvis aksjer er børsnotert i London, New York og Amsterdam (unilever.com, 2017). Selskapet har i dag 169 000 ansatte og selger sine produkter i 190 land over hele verden. Per november 2017 hadde selskapet en markedsverdi på 143,9 milliarder dollar. Totalt sett rangeres selskapet som det 103. største selskapet i verden ifølge rangeringen Forbes 2000 Global Companies (forbes.com, 2017). Innenfor kategorien *Personal Care/Household* rangeres selskapet som det neste største.

Selskapet opplyser at 57 % av deres omsetning i 2016 kommer fra voksende markeder. Rundt én fjerdedel av omsetning stammer fra det europeiske markedet, 32 % fra Amerika, mens 42 % kommer fra Asia og Afrika. Unilever er som vi ser et stort globalt selskap, som er store i alle geografiske markeder. På sine hjemmesider opplyser selskapet at 7 av 10 husholdninger har produkter fra Unilverer (unilever.com, 2017). Hele 13 av selskapets merkevarer har årlige salgssinntekter på mer enn 1 milliard dollar. Selskapet har merkevarer innen kategoriene Personal Care, Food, Home Care og Refreshments. Alle disse kategoriene hadde salgsvest på mellom 2 og 6 % i 2016.

Unilevers produktportefølje inkluderer kjente merkevarer som Knorr, Lipton, Dove, Omo, Axe, Sunsilk og Comfort. Særlig store er selskapet innenfor iskrem-markedet (Yehong, 16) Her har selskapet en markedsandel på 22 % og er med det verdens største produsent av iskrem. Unilever produserer blant annet merkene Magnum, Cornetto og Ben & Jerry's, som alle er blant verdens fem mest solgte iskremer. Disse salgssinntektene står for over 10 % av selskapets totale omsetning (wikipedia.no, 2017).

Hva gjelder produktsortiment er nok Unilever det selskapet i denne oppgaven som er mest likt Orkla. Orklas produktkategorier Orkla Care, Orkla Foods, Orkla Confectionery & Snacks og Orkla Food Ingredients er veldig like som Unilvers inndeling i Personal Care, Home Care, Food og Refreshments. Dette gjør selskapet svært passende å inkludere i porteføljen av sammenlignbare selskaper i denne oppgaven.

Mondelez International

Mondelez International (heretter kun Mondelez) er et amerikansk matvarekonsern med hovedkontor i Illinois i USA (forbes.com, 2017). Selskapet oppstod i dagens format i 2012 da daværende Kraft Food ble splittet i to separate selskaper; en global næringsmiddelvirksomhet og et amerikansk dagligvareselskap (e24.no, 2012) Det globale næringsmiddelselskapet tok navnet Mondelez International, og er selskapet som benyttes i denne oppgaven. I dag har matvarekonsernet rundt 95 000 ansatte og produkter i ca 160 land verden over.

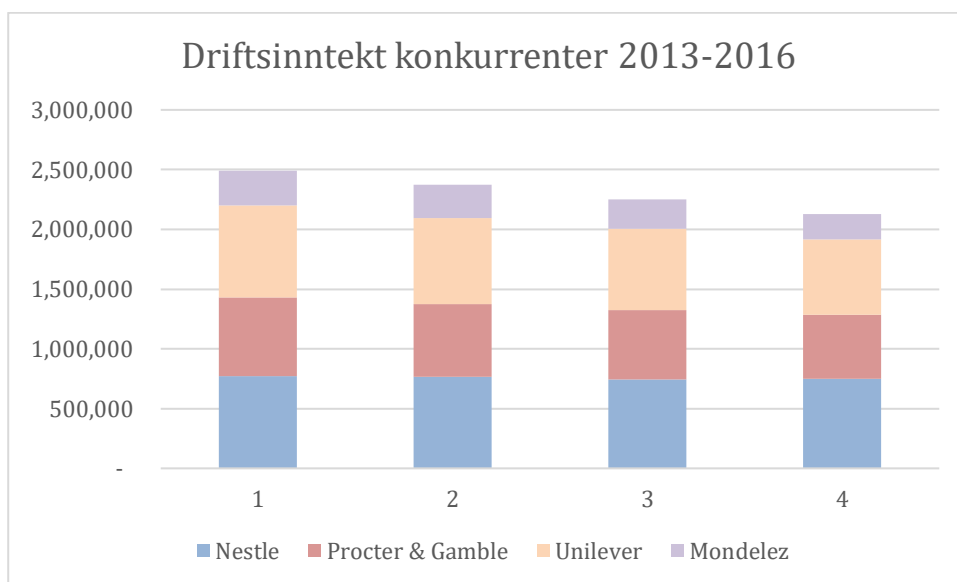
Selskapet er ifølge Forbes 2000 Global ranking verdens 204. største selskap, og det tredje største innen kategorien *food processing* (forbes.com, 2017). Til forskjell fra de tidligere nevnte selskapene i denne oppgaven, er imidlertid Mondelez noe smalere i sitt produktsortiment. Kjernevirksomhet knytter seg snacks-produkter som kjeks, tyggegummi, sjokolade og annet godteri (mondelezinternational, 2017). Nærmere 70 % av selskapets omsetning på 26 milliarder dollar i 2016 var knyttet til virksomhetens *power brands*. Dette er en strategisk satsing rundt de største merkevarene, og inkluderer verdenskjente merker som Milka, Toblerone, Oreo, BelVita, Clorets og Trident.

Mondelez største geografiske marked var i 2016 Europa, hvor selskapet oppnådde 38 % av sin totale omsetning. 27 % av omsetningen kom fra det neste største markedet, Nord Amerika (mondelezinternational, 2017). De største produktkategoriene hva gjelder omsetning er kjeks og sjokolade, som står for henholdsvis 40 og 31 % av selskapets totale omsetning. Selskapet opplyser også at 35 av omsetningen kommer fra voksende markeder.

Virksomhetens produktportefølje ligger nærmest det man finner i Orklas segment *Confectionery & Snacks*. Med Mondelez satsingen innenfor det Europeiske markedet, er det naturlig at selskapet da inngår som ett av de komparative selskapene i denne oppgaven.

Handelens egne merkevarer

Egne merkevarer (EMV) er ifølge Store norske leksikon ”handelens egne merker, utviklet og markedsført av en detaljist eller detaljistkjede og kun for salg hos denne” (snl.no, 2017) I motsetning til merkevarene som oppgaven har diskutert tidligere, eies ikke de egne merkevarene av industrien selv. Firstprice, Coop, Rema 1000, Landlord og Jacobs er eksempler på slike egne merkevarer. Disse produseres av butikkene Rema 1000, Coop og Kiwi selv, og selges i deres egne butikker. Tradisjonelt har dette dreid seg om lavprisprodukter med rykte om noe lavere kvalitet enn de tradisjonelle merkevarene. Offisielle målinger fra slutten av 2016 viser at EMV-andelen ligger på rundt 15 % (dif.no, 2017) Inkluderer man andre kategorier som butikkene i praksis har kontroll over, som eksempelvis frukt og grønt, er andelen rundt 30 %. Implikasjonene de egne merkevarene har på de tradisjonelle merkevarereselskapene vil utbroderes i ytterligere detalj under den strategiske analysen, men mye tyder på at økt opplevd kvalitet blant EMV-produktene kan stjele ytterligere markedsandeler fra merkevarereselskapene (tns-gallup.no, 2017).



Figur 2-6: Driftsinntekter for selskapene i bransjen i årene 2013-2016

3. Valg av verdsettelsesmodell

Dette kapitlet vil fremstille de ulike metodene som er aktuelle for vår verddivurdering av Orkla ASA. Her vil det pekes på metodenes styrker og svakheter, og hvordan de kan brukes for å utfylle hverandre. Disse argumentene danner grunnlaget for vårt valg av metodene, og vi vil avslutningsvis beskrive rammeverket for den valgte metoden.

3.1 Oversikt over metoder for verdsettelse

Verdsettelse er prosessen med å gjøre en prognose om til et verdiestimat på et selskaps eiendeler eller egenkapital (Palepu, Healy, & Peek, 2013). På området finnes mye litteratur. Vi har valgt å ta utgangspunkt i Penmans (2013) rammeverk, som har klare paralleller til Knivsflås (2017a) fremstilling. Kaldestad og Møller (2016) benyttes som supplerende teori.

I en verddivurdering er det i følge Penman (2013) tre overordnede metoder man kan benytte seg av: fundamental verddivurdering, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Under følger en kort presentasjon av disse.

3.1.1 Fundamental verddivurdering

Ettersom verdien av en aksje er basert på aksjens forventede avkastning, mener Penman (2013) at den fundamentale verddivurdering gir informasjon som andre metoder mangler. Dette dreier seg om at metoden også bruker informasjon om selskapet og dets evne til å levere resultater. Han definerer derfor fundamental verddivurdering som en metode som analyserer informasjon, og bruker denne til å gi et anslag om forventet avkastning, før man til slutt finner den eksakte verdien basert på prognosene. Andre metoder, som vil nevnes under, mangler denne prognostiseringen basert på informasjonen om selskapet, noe Penman mener er en klar svakhet.

Rammeverket består av fem steg, hvor man til slutt kommer med en handelsstrategi for den gitte aksjen (Knivsflås, 2017c). Dette rammeverket illustreres i kapittel 3.3. Det første steget

handler om virkelig å forstå selskapet og bransjen det opererer i. Deretter starter man å analysere informasjon man har tilegnet seg, før man utvikler prognoser på fremtidig inntjening. Disse prognosene må i neste omgang kunne konverteres til et verdiestimat, som er ment å gi en handelsanbefaling for den gitte aksjen. Investeringsbeslutningen vedrørende kjøp eller salg avgjøres av hvordan estimatet ligger i forhold til dagens aksjekurs.

Innen fundamental verdivurdering finnes to ulike metoder: egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden (Palepu, Healy, & Peek, 2013). Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen i selskapet direkte. Selskapskapitalmetoden er derimot en indirekte verdsettelse av egenkapitalen, hvor man bruker selskapskapitalen, fratrukket verdien av finansiell gjeld og minoritetsinteresser (Knivsflå, 2017p). For hver av disse hovedmetodene har man fire alternative modeller som kan benyttes (Palepu, Healy, & Peek, 2013). Disse er: utbyttmodellen, fri kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen.

3.1.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse utføres ved å estimere verdien til et selskap basert på hva sammenlignbare selskaper verdsettes for i markedet (Kaldestad & Møller, 2016). Et generelt kjennetegn ved komparative verdsettelsesmodeller er at de er enkle å bruke og forstå. Likevel kan det oppstå utfordringer knyttet til å finne tilstrekkelig sammenlignbare selskaper. Ved komparativ verdsettelse skilles det mellom to ulike modeller, henholdsvis multiplikatormodellen og substansverdimodellen (Damodaran, 2012).

3.1.3 Multiplikatormodeller

Grunntanken bak bruk av multipler til verdsettelse er at like selskaper og eiendeler burde kunne selges for like priser (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015). De presiserer videre viktigheten av å sammenligne lignende selskaper, hvor bransje, vekstmuligheter og avkastning bør være rimelig like. Selskaper som opererer innenfor flere segmenter verdsettes som summen av de ulike delene. Multipler basert på prognoser om fremtidig inntjening gir en mer korrekt sammenligning mellom selskaper. Som ved andre verdsettelsesmetoder presiserer Koller et al (2015) viktigheten av å justere for ikke-operasjonelle poster.

Multiplikator-modeller anses som svært populære i praksis. Dette skyldes i hovedsak at modellene er enkle å bruke, samt at det er mindre tid-og ressurskrevende enn fundamental verdsettelse. Man slipper eksempelvis å måtte lage prognoser for fremtiden.

Det finnes likevel også en del begrensninger ved multiplikator-modeller (Kaldestad og Møller, 2016). Modellene legger blant annet opp til bruk av sammenlignbare selskaper, som kan være vanskelig å finne i praksis. Dette innebærer at modellene brukes med forutsetning om at de sammenlignbare selskapene er like med hensyn til vekst, størrelse og risiko, hvilket sjeldent stemmer i praksis. Dette innebærer også at i tilfeller hvor det er mangel på tilstrekkelig sammenlignbare selskaper ofte må gjøres justeringer, som indikerer at modellene kanskje ikke er så lite tidkrevende som først antatt. I tillegg har modellene blitt kritisert for å være lettpåvirkelig. Med dette menes at en verdsetter kan påvirke verdien i en bestemt retning, ved å velge selskaper og multipler som påvirker verdien i ønsket retning (Kaldestad & Møller, 2016). Multiplikatormodellene anses også som lite fremtidsrettet. Med dette menes at verdien kan påvirkes av hvorvidt det er optimistisk eller pessimistisk stemning i markedet, som kan innebærer at verdiestimatet kan bli over-eller underestimert (Knivsfå, 2017r).

3.1.4 Substansverdimodeller

Modellen estimerer selskapets verdi ved å identifisere og summere verdien av selskapets eiendeler, for så å trekke fra verdien av gjelden (Kaldestad & Møller, 2016). Kaldestad og Møller (2016) kaller metoden for markedsbasert verdsettelse. Dette henger sammen med at metoden verdsetter selskapets eiendeler til det de kan selges for i markedet i dag. Dette står i kontrast måten man i den fundamentale verdivurderingen verdsetter selskapets eiendeler til nåverdien av diskontert kontantstrøm i sin nåværende bruk. Forskjellen mellom bruksverdi og salgsverdi viser seg gjerne i tilfeller hvor eventuelle kjøpere ikke kan anvende en eiendel på samme måte som dagens bruker. Betalingsvilligheten vil da være ulik verdien av den diskonterte kontantstrømmen.

Kaldestad og Møller (2016) nevner flere grunner til at substansverdien kan avvike fra bokført egenkapital. De trekker blant annet frem virkelige verdier endrer seg med markedsutsiktene, mens regnskapet ligger etter. Nedskrivning av goodwill eller nedskrivning grunnet verdifall

skjer i etterkant av fall i børsverdien, som endres umiddelbart etter at negative nyheter blir kjent. Da metoden tenderer til å undervurdere immaterielle eiendeler som humankapital, strukturkapital og relasjonskapital, samt ikke ser på kombinert bruksverdi av de ulike eiendeler, er den ifølge Kaldestad og Møller (2016) lite egnet for bruk på tradisjonelle virksomheter. Metoden krever at det eksisterer et marked for selskapets eiendeler, at eiendelenes verdi er uavhengig av virksomheten og at rentabiliteten er lav. Eiendelen må generere samme kontantstrøm samme hvem som bruker den. Kaldestad og Møller (2016) nevner eiendom, shipping og investering som aktuelle bransjer for bruk av substansverdimetoden.

3.1.5 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse representerer et supplement til fundamental verdivurdering, da denne metoden bygger på antakelsen om at verdien av et selskap er høyere enn nåverdien av den forventede kontantstrømmen dersom denne er betinget av en eller flere fremtidige hendelser (Damodaran, 2012).

Opsjonsbasert verdivurdering er særlig aktuelt i bransjer med stor volatilitet. (Kaldestad & Møller, 2016). Her finner man gjerne virksomheter med store andeler opsjoner, og ifølge Kaldestad og Møller kan det i et verdsettelsesperspektiv være hensiktsmessig å splitte verdien i flere komponenter. Man må her verdsette mulighetene selskapet besitter, men som de ikke er pliktig til å benytte seg av. En tradisjonell fundamentalanalyse undervurderer gjerne verdien av selskapet fordi den ikke inkluderer elementet av fleksibilitet som ligger i disse opsjonene. Kontantstrømmen forteller ikke hele historien om mulighetene for verdi i selskapet (Kaldestad & Møller, 2016). Ved å legge til denne fleksibilitetsfaktoren, vil verdien av et selskap som kunne skrives som

$$V_0 = V_{\text{as is}} + \text{nåverdi av særlig fleksibilitet}$$

Ved bruk av Gordons vekstformel til verdsettelse av det statiske scenarioet, kan man Ifølge Kaldestad og Møller (2016) da skrive verdien av selskap med realopsjoner som under:

$$V_0 = \frac{\text{Kontantstrøm}}{(\text{Avkastningskrav} - \text{vekstfaktor})} + \text{nåverdi av særlig fleksibilitet}$$

En av farene ved å ta med denne fleksibiliteten er imidlertid sannsynligheten for overvurdering gjennom dobbelttelling (Kaldestad & Møller, 2016). Dette skjer om en eventuell vekstfaktor inkluderes både i Gordons vekstformel og en tar med opsjonsverdien i det andre leddet.

3.2 Valg av verdsettelsesmodell

Vi har i det foregående beskrevet de ulike verdsettelsesmodellene, og vil videre vurdere hvilken modell som er mest hensiktsmessig for verdivurdering av Orkla. Det finnes styrker og svakheter ved samtlige modeller, og ifølge Kaldestad og Møller (2016) bør en derfor benytte flere tilnærminger i en verdivurdering. Inntjeningsbaserte og markedsbaserte tilnærminger gir typisk de mest pålitelige estimatene, og man bør følgelig kombinere noen av disse metodene. Hvilken metode som legges til grunn i en verdivurdering, vil avhenge av en rekke faktorer. Dette inkluderer blant annet valg av komparative selskap, pålitelighet, fase i livssyklus, tid til disposisjon og tilgang på informasjon.

3.2.1 Tilgjengelig informasjon

En fundamental analyse stiller krav til god historisk informasjon, da metoden baserer seg på diskontering av fremtidige kontantstrømmer. Orkla har vært børsnotert siden 1929, og har følgelig en tilstrekkelig mengde informasjon tilgjengelig. Orkla opererer også i en bransje som i liten grad er preget av sykliske trender og konjunktursvingninger, som gjør at prognostisering skal være pålitelig.

3.2.2 Komparative selskap

Ved bruk av multiappel-modellen er det som nevnt ovenfor viktig at de sammenlignende selskapene er like. I vår oppgave vil denne metoden skape noen utfordringer, da det kan stilles spørsmål ved likheten mellom selskapene. Orkla er en kompleks virksomhet, med flere ulike segmenter. Dette har medført at enkelte av selskapene kun passer til enkelte av segmentene.

Som følge av dette vil bruk av multippel-metoden gi et begrenset pålitelig estimat på verdsettelsen.

3.2.3 Pålitelighet

Kravet til pålitelighet er knyttet til analysens grad av nøyaktighet. Med dette menes at det i enkelte tilfeller er tilstrekkelig med et grovt overslag på verdien. Som følge av tilgjengelig tidsbruk på denne analysen, ønsker vi å gi et verdianslag med høyest mulig presisjon. Dette taler for bruk av fundamentale metoder, da dette gir det mest presise resultatet

3.2.4 Tid til disposisjon

Selv om selskapet innehar tilstrekkelig informasjon, kan det likevel være tidkrevende å bearbeide informasjonen til grundig analyse. Analysen utføres i forbindelse med masteroppgave, med en tidsramme på ca. 4-5 måneder. En verdivurdering innebærer omfattende interne og eksterne analyser som krever mye arbeid. Vi anser likevel ikke tidsrammen som en begrensning for å utføre en grundig analyse, og valg av verdsettelsesmetode vil følgelig ikke være preget av dette.

3.2.5 Fase i livssyklus

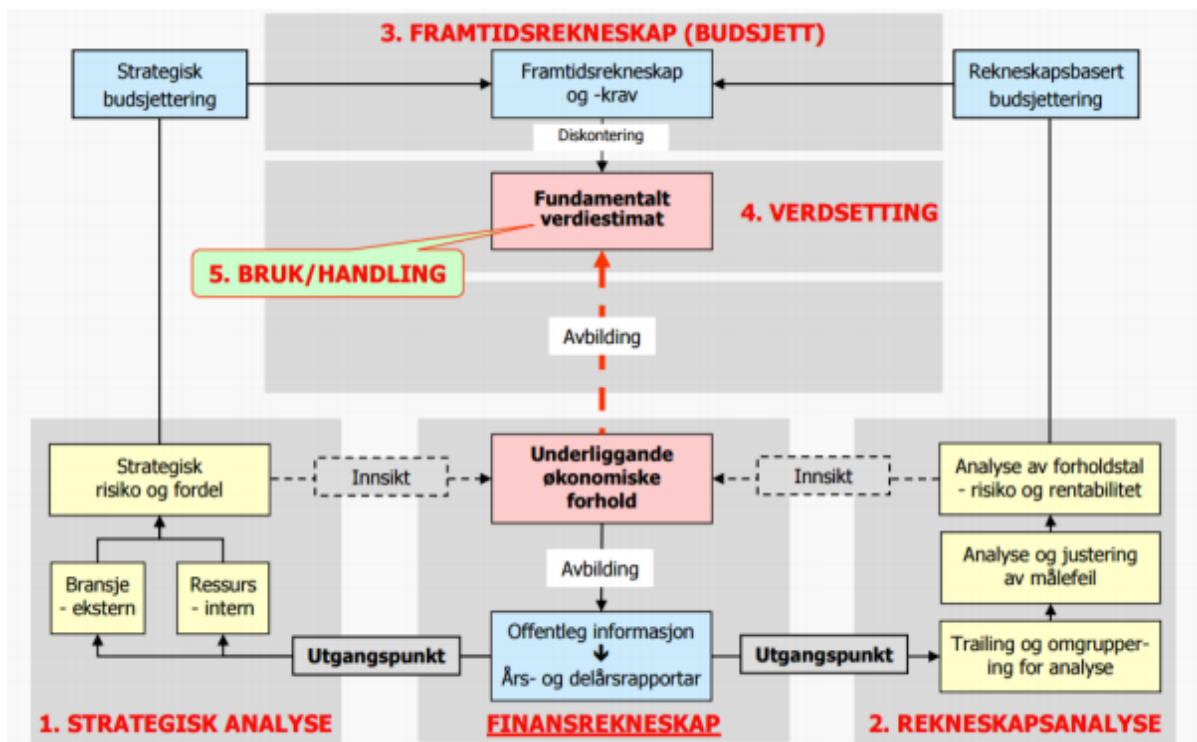
Damodaran (2012) presenterer en oversikt over ulike faser i livssyklus. Her listes det opp en rekke kjennetegn for de ulike vekstfasene, og basert på dette virker det rimelig å plassere Orkla i steg 4; moden vekstfase. Det første som kjennetegner denne fasen er at selskapet har stabil vekst, men fortsatt økende driftsresultat, som er sammenfallende med tilstanden i Orkla. Videre stilles det krav til tilgjengelig historisk regnskapsinformasjon, som kan brukes til verdsettelsesformål. Orkla har vært børsnotert siden 1929, og det foreligger følgelig en betydelig mengde informasjon. Det neste kjennetegnet er at det må finnes mange komparative selskap. Orkla opererer i en bransje hvor det er få, men store aktører. Graden av sammenlignbarhet vil bli diskutert senere i oppgaven. Det siste kjennetegnet er at verdiskaping må i hovedsak genereres av selskapets eiendeler og ikke av vekst. Selskapet uttaler at de prioriterer organisk vekst, og må følgelig anses å være oppfylt (Orkla, 2017d)

3.2.6 Endelig valg av verdsettelsesmodell

Oppsummert sett anser vi den fundamentale verdsettelsesmetoden som den mest hensiktsmessige å benytte i denne utredningen. Vi velger å benytte oss av denne metoden ettersom den er grundig, presis, og anses passende for Orkla som er i en moden fase. For å øke treffsikkerheten til estimatet vil vi supplere med komparativ verdsettelse i form av multiplikatormodeller.

3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Gjennomføring av fundamental verdsettelse vil basere seg på rammeverket til Knivsflå(2017c). Rammeverket innebærer fem steg; strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap, verdsettelse og handelsanbefaling.



Figur 3-1: Knivsflås rammeverk for fundamental verdsettelse

Det første steget innebærer å gjennomføre en kvalitativ analyse av selskapet. Formålet med dette er å identifisere eventuelle strategiske fordeler eller ulemper selskapet har. Det vil utføres analyse av selskapets interne ressurser, samt eksterne forhold som påvirker bransjen og selskapet. Deretter vil det utføres kvantitativ regnskapsanalyse, med formål om å avdekke underliggende økonomiske forhold. Det vil her foretas omgruppering, justering av målefeil, samt analyse av forholdstall. I det tredje steget vil kunnskapen opparbeidet i steg 1 og 2 anvendes for å vurdere fremtidig utvikling. Det vil utarbeides fremtidsregnskap og fremtidskrav til å benytte i den fundamentale verdivurderingen i steg 4. Deretter vil det vurderes usikkerhet knyttet til det endelige verdiestimatet vil, før det avslutningsvis gis en handelsanbefaling.

4. Strategisk analyse

I dette kapitlet vil det belyses strategisk forhold som påvirker Orkla. Oppgaven benytter seg av Knivsflås rammeverk, som innebærer en kvalitativ analyse av underliggende økonomiske forhold. Denne kvalitative strategiske analysen skal gi innsikt til å vurdere kvaliteten på regnskapskapsanalysen og legge grunnlaget for fremtidsregnskapet (Knivsflå, 2017b).

Kapitlet vil forsøke å redegjøre for Orklas strategiske posisjon og de forhold som vil kunne utgjøre en trussel for denne posisjonen i fremtiden. En strategisk posisjon kan defineres som evnen til å generere en strategisk fordel som gir rentabilitet utover avkastningskravet på kapitalen (Knivsflå, 2017b). For å avgjøre om Orkla har en strategisk fordel gjennom sin posisjon, vil vi utføre en ekstern bransjeorientert analyse, samt en intern ressursbasert analyse. Den bransjeorienterte analysen vil gjennom en PESTEL-analyse og Porters fem krefter belyse henholdsvis viktige makrofaktorer og konkurransekrefter innad i bransjen. Deretter vil oppgaven gå ned på selskapsnivå og redegjøre for interne ressurser som forklarer Orklas strategiske posisjon. Her vil oppgaven benytte en SVIMA-analyse.

Til slutt vil vi oppsummere funnene fra disse analysene gjennom en SWOT-analyse. Dette er en oppsummering av styrker, svakheter, muligheter og trusler i og rundt selskapet, oppdaget gjennom ekstern- og internanalysen. Den eksterne bransjeanalysen sier noe om mulighetene og truslene, mens SVIMA-analysen avdekker selskapets sterke og svake sider (Knivsflå, 2017b). Denne oppsummeringen vil belyse Orklas strategiske posisjon og strategiske risikoer, samt på kvalitativt nivå si noe om selskapets muligheter for å oppnå en strategisk fordel.

4.1 PESTEL-analyse

Makrofaktorer er viktige å forklare fordi endringer i kreftene i bransjens makromiljø kan ha direkte påvirkning på en eller flere av kreftene i Porters rammeverk, og på den måten endre styrkene på de ulike kreftene. Dette påvirker da en bransjes attraktivitet. Eksemplene nevnt under hvert moment i rammeverket vil på ingen måte være uttømmende, men heller representere de faktorene i makromiljøet som vil ha størst innvirkning på selskapene innen *branded consumer goods*. PESTEL-analyse innebærer å studere politiske, økonomiske,

sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og legale forhold (professionalacademy.com, 2017)

4.1.1 Politiske og legale faktorer

Politiske faktorer og legale faktorer er utfall som følge av endringer i lover og reguleringer. Disse er et resultat av politisk og lovmessig utvikling innen samfunnet og påvirker managere og selskaper (Jones & Hill, 2010). Under følger en diskusjon rundt momenter som politisk stabilitet, handels- og landbrukspolitikk, skattepolitikk. Til slutt vil det nevnes legale faktorer som helse og sikkerhet, likestilling, produktmerking, produktsikkerhet, annonseringsstandarder og forbrukerrettigheter.

4.1.2 Politisk stabilitet

Når det gjelder politisk stabilitet, er det viktig å ta huske på den geografiske begrensningen det er brukt for bransjen i denne oppgaven. Som diskutert i kapittel to omhandler oppgaven branded consumer goods innenfor det nordiske og baltiske markedet, da dette er Orklas uttalte satsingsområde. I den kontekst vil politisk stabilitet i våre øyne være en relativt sterkt forklarende faktor for hvordan makromiljøet til bransjen er. Som blant annet bevist gjennom Verdensbankens rapport for governance-faktorer, scorer de nordiske landene særlig høyt på elementet som omhandler politiske stabilitet (Orkla, 2017d). Da reguleringer fra myndighetenes side ifølge Jones og Hill (2010) er en av de viktige makrofaktorene, er det en rimelig antagelse at stabile forhold gir mer ro for selskapene. Politisk stabilitet er ikke ensbetydende med ingen endringer, men det er rimelig å anta et endringer i reguleringer innen eksempelvis handel, skatt og landbruk er mindre radikale enn i land med mindre politisk stabilitet.

Handelsreguleringer knyttet til lokale markeder

I forlengelsen av foregående avsnitts diskusjon rundt politisk stabilitet, vil det være interessant å se på faktorer som handels-, skatte- og landbrukspolitikk. Politisk stabilitet gir kanskje ro og mindre behov for tilpasninger og fornying, men ikke desto mindre finnes det allerede reguleringer selskapene i bransjen må ta hensyn til.

Oppgaven er begrenset til det nordiske og baltiske markedet. Som en forenkling hva gjelder den strategiske analysen bruker vi den norske modellen for landbruk og avgiftspolitik som representant for hele Norden og Baltikum. Dette eksempelet omfatter bransjens aktivitet innen det spesifikke segmentet dagligvarer. Det vil selvsagt være forskjeller internt mellom disse landene, men vi mener dette gir et godt bilde på politiske krefter som bransjen påvirkes av.

Den norske stat forsøker gjennom toll og jordbruksavtalen å verne om norsk matproduksjon. Toll skal kompensere for kostnadsforskjeller ved produksjon innenlands og utenlands, mens jordbruksavtalen sikrer norske bønder økonomisk kompensasjon for arbeidet. Disse politiske vedtakene begrenser internasjonale aktørers muligheter i det norske markedet, og endringer i denne landbrukspolitikken kan således åpne opp for flere aktører i de lokale markedene.

Som diskutert ovenfor finnes lokale reguleringer som følge av politiske vedtak innenfor bransjen branded consumer goods. Særlig gjelder dette innenfor matvarehandelen grunnet lokal beskyttelse av egen matvareproduksjon og jordbruket. På den annen side setter tall fremlagt av Orkla under konferansen Food 2017 forholdene i et annet lys (Natonen, 2017). Her vises det til at bare 29 prosent av omsetningen i dagligvarehandelen kommer fra vare med høyt importvern. Det vil si at over to tredjedeler av omsetningen stammer fra produkter hvor det er full importkonkurranse. Som Orklas konsernsjef Ruzicka peker på i sin fremstilling, er det således ikke importvernet som hindrer kjedene å selge de fleste av varene.

Den 22. februar 2017 tråde World Trade Organization sin avtale om handelsfasilitering i kraft (regjeringen.no, 2017). Formålet med avtalen er å legge til rette for enklere, raskere og billigere handels på tvers av landegrenser. Bransjen Branded Consumer Goods i Norden og Baltikum er preget av flere store internasjonale aktører, og denne avtalen kan føre til økt vekst blant de disse. Da branded consumer goods er forbruksvarer som selges uansett, vil totalen av solgte varer gjerne forbli den samme, mens det er grunn til å tro at en del av salget overføres fra lokale aktører til internasjonale aktører.

Legale faktorer

Det finnes regler og forskrifter for hvordan matprodukter skal merkes. I Norge reguleres dette i matinformasjonsforskriften (mattilsynet.no, 2012). Disse reglene skal sikre at forbrukerne

skal forstå hva varene inneholder. Dette kan eksempelvis være ingrediensliste, nettoinnhold eller næringsdeklarasjon.

Skatt

Vi observerer at skattenivået i de nordiske og baltiske landene varierer (kpmg.com, 2017). Norge opererer med sats på 24 %, Danmark og Sverige med 22 %. I de baltiske landene har Estland 20 %, mens Latvia og Litauen har 15 %. Norge har altså et noe høyere skattenivå enn de resterende landene, og regjeringen ønsker på sikt å redusere skatten til 20 %. Dette er for å være konkurransedyktig på skatt i den internasjonale konkurransen. Dersom man sammenligner skattesatsen med andre europeiske land, eksempelvis Frankrike med 33,3 % og Tyskland med 29,79 %, ser vi at satsene er betraktelig lavere. Dette gir bransjen i Norden og Baltikum en fordel, da en større del av overskuddet kan reinvesteres i selskapet.

4.1.3 Økonomiske forhold

Økonomisk utvikling og BNP

Den neste makrofaktoren oppgaven vil studere er den økonomiske utviklingen. Norsk økonomi ble sterk preget av oljenedgangen, men viser nå tegn til bedring. I år og neste år er det ventet sterkere vekst og noe lavere arbeidsledighet. Svensk økonomi har de to siste årene vokst raskere enn verdensøkonomien. Dette kan føre til pengepolitiske tiltak for å bremse økonomien, og det kan ventes en noe lavere vekst i periodene fremover. Dansk økonomi har de siste årene opplevd stagnasjon og svak vekst. Det er ventet en noe sterkere vekst fra 2017, men landets pengepolitiske skjebne er sterkt knyttet til EU. Totalt sett synes den økonomiske situasjonen i de nordiske landene å være god. Dette argumentet støttes av BNP-målinger, hvor alle de nordiske landene ligger høyt oppe sammenlignet med andre europeiske land. BNP brukes sier noe om den materielle velstanden i et land (tradingeconomics.com, 2016)

Spørsmålet er likevel hvordan denne forventede økonomiske utviklingen har evne til å påvirke merkevarereselskapene. Som nevnt i kapittel 2, består salget deres blant annet av matvarer, renholdsprodukter og produkter innen personlig hygiene og pleie. Flere av disse produkttypene må regnes som nødvendighetsgoder. Et nødvendighetsgode er et produkt som tar en mindre del av en persons utgifter når inntekten øker (regjeringen.no, n.d.). Dette er produkter som forbrukerne trenger uavhengig av inntekt. I lys av dette er det rimelig å anta at

merkevareselskapenes inntekt er mindre korrelert med den økonomiske utviklingen i samfunnet enn andre type produkter. Følgelig vil salget i relativt liten grad påvirkes av samfunnsmessige forhold, som eksempelvis den økonomiske utviklingen. Dette argumentet kan brukes i diskusjonen rundt flere av makrofaktorene i dette kapittelet. En generell antakelse i det kommende vil derfor være at salget av merkevareprodukter er relativt uavhengig av trender og samfunnsmessige forhold. Det at salget av nødvendighetsgoder antas å holdes seg på et visst minstenivå, betyr imidlertid ikke at forbrukerne kjøper disse av nettopp Orkla. En analyse av makrofaktorenes effekt er dermed nødvendig.

Inflasjon

De siste årene har prisendringene i Norge og Europa utviklet seg i ulik retning. Dette skyldes i hovedsak valutakurser og energipriser (ssb.no, 2016). Den lave inflasjonen i Europa kan i stor grad forklares med at eurosonen fortsatt er i lavkonjunktur som følge av finanskrisen. Basert på tall hentet fra Trading Economics ser vi at inflasjonen i Norden og Baltikum er høy relativt til resten av Europa. Norge har inflasjon på 1,6 %, Danmark på 1,6 % og Sverige på 2,10 % (tradingeconomics.com, 2017) De baltiske landene har betraktelig mye høyere, med henholdsvis Latvia på 2,9 %, Litauen 4,8 % og Estland 3,7 %. Dette impliserer at det er høy vekst i det generelle prisnivået i det baltiske og nordiske området sammenlignet med resten av Europa.

4.1.4 Sosiokulturelle faktorer

Befolkningsvekst

Det har vært stor befolkningsvekst i alle de nordiske landene de siste årene. I 2017 har det vært positiv vekst i Norge på 0,96 %, 0,74% i Sverige og 0,38 % i Danmark (worldometers.info, 2017). I de baltiske landene har det derimot vært negativ befolkningsvekst i 2017. Samlet sett viser dette at befolkningsveksten i Norden er forventet å fortsette, mens den er negativ i Baltikum. Dagens befolkning i Norden er rundt 27 millioner (norden.org, 2017). Prognosene viser at befolkningstallet er ventet å stige med 3 millioner i løpet av de neste 40 årene. Befolkningen på verdensbasis er også ventet å stige. Folketallet stiger med over tre prosent i blant annet en del afrikanske land, mens flere sentral-europeiske har negativ befolkningsvekst (worldometers.info, 2017) Da merkevareselskapene i stor grad baserer seg på salg av nødvendighetsgoder, er det rimelig at økt befolkning vil øke salget deres. Ved å

beholde en positiv margin, impliserer dette at økt befolkning kan gi direkte utslag i økte resultater for merkevareselskapene. De globale selskapene i bransjen for branded consumer goods har større muligheter for å utnytte umettede markeder. Dette er også sammenfallende med hvilke land som har stor befolkningsvekst. Slik sett har bransjen muligens et større potensiale for å nytte seg av endringer i befolkningen. På den annen side er det ingen automatikk i at lønnsomheten er like god i uutnyttede markedet ettersom dette gjerne krever høyere kostnader.

En annen faktor hva gjelder befolkningen som kan påvirke bransjen i periodene fremover er den stadig økende helsetrenden. Forbrukerne har de siste årene blitt mer opptatt av sunne produkter, og dette fører til større krav til produsentene. Kravene innebærer tydelig merking av næringsinnhold, råvarer av høy kvalitet, samt lavere innhold av uønsket næringsinnhold som sukker, fett og salt. En undersøkelse utført av Orkla viser eksempelvis at åtte av ti norske forbrukere tror at ferdigmat ikke er like sunt som hjemmelaget mat, men at det samtidig er greit å velge disse varene (orkla.no, 2017g). Som nevnt i kapittel 2, er ferdigmat en betydelig del av Orklas produktsortiment. Undersøkelsen viser at selskapene må ha et større fokus på å utvikle varer som tilfredsstiller disse kravene. På tross av den økende helsetrenden, virker likevel ikke salg av ferdigmat å avta (Orkla, 2017d). Orklas konsernsjef uttalte blant annet at de fleste ikke har endret kostholdsvaner og spiser som før. I forbindelse med helsetrenden er det verdt å merke seg at en stor del av Orklas salg er innen segmentet Confectionery & snacks. Dette segmentet står for 17 % av selskapets inntjening. Blant annet er merkene Kims og Nidar markedsledende innen snacks og godteri. Helsetrenden tatt i betraktning, er en mulig implikasjon at disse produktene opplever fallende salg. Imidlertid viser 2016-salet en vekst på 4,9 % fra 2015. Dette antyder at effekten av trenden ikke skal overdrives. Likevel kan det kreve fornying innen selskapenes produktsortiment.

”Bærekraftig vekst er den nye normen for næringslivet” (Orkla, 2017d). Dette sier Orklas konsernsjef Peter Ruzicka i selskapets siste årsrapport. Det er naturlig å anta at det vil stilles strengere krav til selskapenes produksjonsprosess i fremtiden. På den ene siden kan dette medføre økte kostnader, noe som kan redusere selskapenes marginer. Imidlertid kan selskapene ha ulike forutsetninger for å takle endringer knyttet til bærekraftig produksjon. Eksempelvis kan Orklas nærhet og bånd til lokale markeder være en fremtidig fordel sammenlignet med de globale merkevareselskapene (orkla.no, 2017h). Slik sett kan denne trenden åpne opp muligheter for mindre selskaper å vinne markedsandeler.

4.1.5 Teknologiske faktorer

Teknologiske fremskritt påvirker de fleste bransjer, også i noen grad branded consumer goods. Likevel er det viktig å huske på at dette er nødvendige og forholdsvis lite avanserte forbruksvarer. Det er derfor grunn til å tro at bransjen vil oppleve stabil etterspørsel på tross av teknologisk fremgang. Økende salg av consumer goods via internett virker naturlig, men dette vil først og fremst påvirke utsalgsstedene og ikke selve produsentene som Orkla, Nestlé og Mondelez.

På den annen side blir eksempelvis matvareleveranse på døren stadig mer populært, og ytterligere teknologisk forbedring på dette området kan senke salget til aktører merkevarebransjen fremover.

4.1.6 Samfunns- og miljøfaktorer

Innenfor samfunns- og miljøfaktorer inkluderer man gjerne vær- og klimatiske forhold, avfallshåndtering og infrastruktur (barometer.no, 2017). Som vi nevnte under sosiokulturelle faktorer, vil det for bransjen være viktig å henge med på trendene blant forbrukerne. Hva angår miljø, har det i det siste vært økende fokus blant forbrukerne på hvor varene kommer fra og hvordan de produseres. Dette viser igjen på eksempelvis Orkla sine hjemmesider, hvor de sier *“Orkla skal i alle ledd drive en ansvarlig, etisk og sunn forretningsdrift der vi stiller strenge krav til oss selv og vår innvirkning på miljøet og samfunnet for øvrig.”* (orkla.no, 2017i)

Henger ikke bransjen med på utviklingen, vil man kunne miste markedsandeler til nye nisjeaktører. Samtidig åpner det opp for å skille seg ut innad i bransjen, men dette diskuteres mer under ressursanalysen senere i oppgaven. I diskusjonen rundt miljø bruker man gjerne motebegrep som samfunnsansvar og bærekraftig utvikling. Aktuelle tiltak som bransjen må ty til kan være sunne og mer miljøvennlige produkter, er høy standard for mattrygghet, effektiv ressursbruk, forbedringsarbeid i leverandørkjeden og generelt ansvarsfull drift, som er Orkla nevner på sine hjemmesider. (orkla.no, 2017i)

4.1.7 Oppsummering av PESTEL-analysen

I dette kapitlet har vi diskutert hvilken effekt makrofaktorer har på bransjen. Det er kastet lys over dagens situasjon og hvordan vi antar utviklingen i makrofaktoren vil være fremover.

Når det gjelder makrofaktorenes påvirkningskraft begrenses denne noe grunnet at flere av merkevareselskapenes produkter faller innunder begrepet *nødvendighetsgode*. Særlig gjelder dette effekten av den økonomiske utviklingen. At husholdningene får økt inntekt i fremtiden, ventes isolert sett ikke å gjøre utslag i økt salg av merkevareprodukter.

De politiske forholdene i Norden regnes som stabile. Dette gir mindre usikkerhet knyttet til endringer i Orklas omgivelser enn for de globale merkevareselskapene, som opererer i flere ulike markeder, med mer eller mindre politisk stabilitet. En mulig endring i det nordiske matvaremarkedet kan ventes i form av lempelser i tollvernet, hvilket kan åpne opp for økt konkurranse. På sikt kan derfor priskonkurransen være en større faktor for Orkla.

Det er ventet svak befolkningsvekst i Norden og i verden som helhet. Isolert sett ventes befolkningsvekst å økt salg, særlig ettersom mye av salget er nødvendighetsgoder. De globale merkevareselskapene har større muligheter til å nytte seg av land med stor befolkningsvekst, da disse ofte sammenfaller med uutnyttede markeder. Merkevareselskapenes salg er imidlertid ventet å bli påvirket av endringer i konsumentenes forbruksvaner. Sunnhetsreuder og fokus på bærekraftig utvikling av produkter gir utfordringer knyttet til å kombinere innovasjon og lave kostnader.

Vi har nå belyst hvordan makrofaktorer kan påvirke bransjen. I det følgende vil vi gå over til å diskutere selve bransjen.

4.2 Bransjeanalyse – Porter's five forces

I det følgende vil oppgaven bruke rammeverket Porter's five forces til å analysere konkurranseomgivelsene som påvirker bransjen *branded consumer goods*. Ifølge Porter (1979) bestemmes graden av konkurranse ut i fem krefter. Disse fem er trussel fra nyetablering, trussel fra substitutter, kunders forhandlingsmakt, leverandørers forhandlingsmakt og intern rivalisering.

En bransjes mulige profitt kommer som er resultatet av den kollektive styrken til disse fem kreftene (Porter, *How Competitive Forces Shape Strategy*, 1979) Om kreftene i en bransje karakteriseres som sterke, vil man vanskelig kunne oppnå en lønnsomhet over bransjegjennomsnittet. Selskapets utfordring er å posisjonere selskapet for å forsvare seg best mulig mot disse kreftene, eller eventuelt utnytte dem til sin fordel.

Det å forstå hvordan disse kreftene virker i bransjen for *branded consumer goods* vil være en nøkkelfaktor for å definere muligheter og utfordringer for selskapene i bransjen i fremtiden.

I tillegg til artikkelen fra 1979 benyttes også en utdypende artikkel av Porter fra 2008 (Porter, *The five Competitive Forces That Shape Strategy*, 2008)

4.2.1 Trussel fra nyetablering

Nyetablering medfører økt kapasitet, nye ressurser og større kamp om markedsandeler i bransjen (Porter, 1979). Hvorvidt trusselen må regnes som pålitelig avhenger av etableringsbarrierer og de etablerte selskaperes reaksjon på nyetablering. En viktig presisering er at det er *trusselen for nyetablering* og ikke om nyetablering skjer eller ikke som holder profitten i bransjen nede (Porter, 2008). Muligheten for nye aktører er det avgjørende.

Etableringshindringene knytter seg gjerne til stordriftsfordeler, produktdifferensiering, nettverkseffekter, kostnads- og finansieringsfortrinn uavhengig av størrelse, distribueringsmuligheter og statlige reguleringer.

Bransjen *consumer brand goods* handler i stor grad om salg av forbruksvarer. Mange av produktene er relativt like og nødvendige for folk fleste. Generelt sett er det grunn til å tro

kundene er prissensitive og at valg av produkt i stor grad handler om pris. Dette gir seg utslag i flere av punktene knyttet til etableringsbarrierer listet ovenfor. Tilstrebelsene etter lave priser for forbrukerne krever lave kostnader for å kunne inntjene en margin. Lave kostnader er gjerne et resultat av stordriftsfordeler, og i en bransje med et fåtall store aktører, er det rimelig å anta at slike fordeler foreligger. Dette kan være stordriftsforelder knyttet til produksjon, distribusjon, markedsføring eller testing av nye produkter. De etablerte aktørene har gjerne fordeler som følge av sin størrelse. Dette reduserer trusselen fra nyetablering.

I samme retning trekker argumenter utledet fra det man gjerne kaller nettverkseffekter. Effekten handler om at kjøpers betalingsvillighet stiger med antall personer som kjøper produktet (Porter, 2008). I denne bransjen med veletablerte merkevarer med store kundebaser, vil betalingsvilligheten for nye produkter med rimelighet antas å være lav inntil den beviselig oppnår en større kundebase. Dette reduserer prisen nykommeren kan kreve og stiller store krav til den finansielle styrken til nykommeren. Dette fordi selskapet da må tåle en oppstartfase med negative marginen på toppen av allerede høye faste kostnader.

Fortrinn uavhengig av størrelse kan komme fra teknologi, tilgang til råvarer, geografisk lokasjon, en etablert merkevareidentitet, samt erfaringen fra flere år i bransjen (Porter, 2008). Nettopp erfaring som en faktor knyttet til etableringsbarrierene er særlig interessant i denne bransjen. Aktørene i bransjen leter hele tiden etter nye trender og produkter til å fylle kundenes etterspørsel med. En hel del av produktene vil være feilslåtte, men erfaringen knyttet til markedsføring og utvikling av produkter er viktig. Også i denne sammenhengen ser man behovet for finansiell styrke. Denne bransjen har produkter innenfor et bredt utvalg av segmenter, og jakten på nye trender krever at man må ha råd til å feile.

Når det gjelder statlige regulerings effekt på etableringsbarrierene i denne bransjen, er den totalt sett lav. Som nevnt under makroforholdene rundt bransjen, er man eksempelvis i Norge på vei til å senke importvernet, og således åpne opp for mer fri konkurranse.

Ifølge Porter (2008) er det viktig å vurdere etableringshindringene i en kontekst av hvem de mulige nyetableringene er. Innenfor denne bransjen er det naturlig å anta at typiske start-ups-bedrifter vil slite med en del av etableringsbarrierene, mens større multinasjonale selskaper som kommer fra går inn i et nytt produktmarked gjerne lettere takler barrierene.

I tillegg til etableringshindringene vil trusselen fra nyetablering påvirkes av hvordan de etablerte aktørene i bransjen tidligere har reagert på forsøk på nyetablering. (Porter, 2008) Et

naturlig eksempel å trekke frem i denne sammenhengen er fra da den tyske dagligvaregiganten Lidl gikk inn i Norge i 2004 (dn.no, 2014). Tøff konkurranse, tilbakeholdne norske forbrukere og skepsis mot tysk varesortiment nevnes i DN-artikkelen som viktige årsaker til at Lidl bare tre år senere solgte alle sine butikker til REMA 1000. Slike eksempler gjøre gjerne aktører som er i tenkeboksen vedrørende forsøk på nyetablering i bransjen skeptiske. Det viser også at kundelojalitet og nettverkseffekter kanskje er de sterkeste av etableringsbarrierene.

4.2.2 Intern rivalisering

Intern rivalisering reduserer profitten i en industri (Porter, 2008). I hvor stor grad rivaliseringen driver ned profitten for det enkelte selskap avhenger ifølge Porter av intensiteten i konkurransen mellom selskapene, samt på hvilket nivå de konkurrerer.

Når det gjelder intensiteten i konkurransen, er denne størst ved et bredt utvalg selskaper som er relativt like i større og med noenlunde lik makt. Samme effekt ser man hvis bransjeveksten er lav, exit-barrierene er høye, eller hvis selskapene i bransjen har ikke-økonomiske motiver.

Som diskutert i kapittel 2 har vi i bransjen for branded consumer goods i det nordiske og baltiske markedet relativt få store selskaper. Orkla er det største selskapet, mens de globale selskapene Nestlé, Mondelez, Unilever og Procter & Gamble er hver for seg rundt en fjerdedel av Orklas størrelse. Selskapene Tine, Nortura og Arla er også betydelige aktører innenfor det nordiske markedet, men som nevnt er dette selskaper som er spesialisert innen det delvis beskyttede melk- og kjøttmarkedet. De inkluderes således som aktører innen riktig den samme bransjen som Orkla.

Den økonomiske veksten i bransjen er forventet å være rimelig lav. Selv om bransjen vil påvirkes av den generelle økonomiske utviklingen i samfunnet, kan det argumenteres for at bransjens inntjening er rimelig uavhengig fra den økonomiske utviklingen i samfunnet generelt. Litt av dette handler om at merkevareselskapene selger et bredt utvalg av produkter. En del av disse, som eksempelvis matvarer og forbruksvarer er nødvendige for kundene uansett, og det er grunn til å tro at forbruket av disse er relativt uavhengig av inntekt.

Det forventes svak vekst i markedet for branded consumer goods. Ifølge Porter (2008) øker dette den interne rivaliseringen, og selskapene må kjempe om markedsandeler. Selskapene har

mange fabrikker, faste kostnader, og således høye exit-barrierer. Imidlertid opererer bransjeselskapene innenfor et bredt spekter av produktsegmenter, og omstilling bør være mulig uten å trekke seg helt ut av bransjen branded consumer goods.

I tillegg til intensiteten på konkurransen er dimensjonen konkurransen foregår på helt sentral (Porter, 2008). Rivalisering vil være særlig skadelig for bransjens profitt om det handler om priskonkurranse. Dette fordi priskonkurranse overfører overskuddet fra bransjen til konsumentene. Ekstra utfordrende er det at prisingen er lett for konsumentene å se, og fører gjerne til at produktenes egenskaper og kvalitet blir underordnet. (Porter, 2008)

Hva gjelder bransjen branded consumer goods, tyder mye på at priskonkurranse er gjeldende. Først og fremst kommer dette av lite differensierte produkter og lave byttekostnader for konsumentene. Riktignok vil effekten være noe svakere grunnet merkeloyalitet og nettverkseffekter som nevnt under delkapittelet om nyetablering. Behov for å selge produktet mens det har verdi nevnes også av Porter (2008) som en faktor som trekker opp priskonkurranse. Mange av produktene til merkevarerelskapene er imidlertid tidløse klassikere hvor man ikke opplever denne problemstillingen. Det sagt, vil det være visse trender innen branded consumer goods også. Bortsett fra hensyn til datomerkingen, vil man i liten grad se prisreduksjon for å kvitte seg med produktene. De er såpass innarbeide blant befolkningen at man opplever en jevn salsstrøm.

Hva gjelder intern rivalisering på andre områder enn pris, er det ifølge Porter (2008) sjelden at slik type konkurranse undergraver bransjens lønnsomhet. Dette kan eksempelvis dreie seg om kundeservice, leveringstid og merkevarekjennskap. Rivalisering på disse områdene tillegger produktene økt verdi for kundene og kan i tillegg øke inngangsbarrierene for nyetableringer (Porter, 2008). Særlig aktuelt for denne bransjen er kundens opplevde kvalitet av produktene. Dette vil være nært beslektet med kundeloyaliteten og gjør at selskapene har mulighet til å kreve høyere pris enn konkurrentene. Da nettverkseffektene i bransjen er sterke, vil kvalitetsforskjellen først og fremst være en sentral faktor i konkurransen med aktører uten for vår bransje. Særlig innenfor matvaresegmentet og rengjøringssegmentet er dette en relevant problemstilling. Dette bringer oss over til diskusjonen rundt bransjens trussel fra substitutter. Totalt sett vurderes den interne rivaliseringen til middels.

4.2.3 Substitutter

Substitutter er produkter som i all hovedsak lignende egenskaper som selve bransjens produkter. Disse kan drive ned lønnsomheten til bransjen ved å sette et pristak på bransjens produkter om ikke bransjen klarer å fremheve kvalitetsforskjellen (Porter, 2008). Dette bringer oss tilbake til diskusjonen fra forrige avsnitt.

Man ser at butikkene fremmer stadig flere egenutviklede merkevarer som First Price, Rema 1000 og Coop. Dette er typisk billigprodukter som gjerne ligger lavere i pris enn produkter fra Orkla, Nestlé, Mondelez, Unilever og Procter & Gamble. Som diskutert tidligere har ikke butikkenes egne merker bredt nok produktsortiment til å kategoriseres innenfor samme bransje, men man ser stadige utvidelser.

I denne sammenhengen nevner Porter (2008) noe interessant. Ifølge han finnes der større muligheter for ”positiv-sum-konkurranse” i bransjer som leverer til ulike kundegrupper. Med dette mener han konkurranse hvor flere aktører kan opprettholde en positiv margin, og man unngår tilfeller der det den ene parten tjener gir tilsvarende tap for en annen part. Butikkenes billigprodukters kamp mot merkevareselskapene kan være et slikt eksempel. Kanskje er kundegruppen diversifisert nok, etterspørselen bred nok og produktene ulike nok til at det er plass til begge hovedgruppene. Om dette er tilfellet vil man innenfor bransjen branded consumer good ikke i like stor grad måtte ta opp priskonkurransen med billigproduktene. Prisingen bestemmes da heller med tanke på konkurransen innad i bransjen.

Porter (2008) trekker frem forholdet ”price/performance” som relevant for måling av substituttens trussel. Det er rimelig å anta at forbrukerne er klar over kvalitetsforskjellen mellom billigproduktene og merkevareproduktene innenfor de fleste kategoriene. Spørsmålet er om noen av produktene er av en art som forbrukerne ikke velger å bruke mye penger på. Dette kan eksempelvis gjelde innenfor rengjøringsprodukter. Det virker naturlig at pris er en betydelig faktor for valg av produkt her, og at man anser kvaliteten som nokså lik. Om kundene mener at billigproduktene dekker behovene deres, må trusselen fra butikkenes egne merker sies å være høy (Porter, 2008). Når man i tillegg vet at byttekostnadene for kundene er lave, kan man spekulere i om bransjen innen visse segmenter vil måtte omstille seg.

Et annet moment merkevarebransjen må ta med i beregningen er at matvarebutikkene som REMA 1000 og Coop er kjeder som har økonomiske muskler. Ifølge Porter (2008) vil nettopp substitutter fra industrier med god inntjening være en større fare for bransjen.

I slutten av 2016 hadde handelens egne merkevarer en markedsandel på rundt 15 % (dif.no, 2017) Tar man med produkter som frukt og grønt, som butikkene reelt sett har kontroll over, kan tallet nærmest dobles. Som en forlengelse av diskusjonen i de siste par avsnittene, er det interessante å trekke inn noen momenter fra en tns-gallup-artikkel (tns-gallup.no, 2017). Forfatterne antyder at kvaliteten blant EMV-produktene er i ferd med å oppjusteres. De mener at man nå ser andregenerasjons EMV-produkter. Førstegenerasjons EMV var lavprisprodukter, mens man nå ser stadig flere høykvalitets EMV-produkter. I tillegg presenterer flere av kjedene totalløsninger innen eksempelvis grillmat. Kundene tilbys alt innen en kategori på ett sted og gjør konsumentenes handleprosess enklere. Dette er tiltak som hever price-performance-ratioen til de egne merkevarene, og vil sette press på de tradisjonelle merkevareselskapene. Det vil derfor bli interessant å se hvordan bransjen *branded consumer goods* håndterer den økte trusselen som substitutten *egne merkevarer* utgjør.

Det er grunn til å anta at man ser en viss treghet i endringen av konsumentenes vaner og opplevelse av kvalitet. Gamle og gode merkevarer vil nok stadig assosieres med kvalitet i de kommende årene, men om butikkene klarer å bevise at de matcher merkevarene på kvalitet med sine egne merkevarer, vil merkevareselskapene bli virkelig utfordret. Et ekstra usikkerhetsmoment ligger i at det er butikkene som leverer EMV-produktene som også tar inn merkevarene og selger disse. Her kan det oppstå en mulig interessekonflikt og hvordan denne løses vil ha stor innvirkning på utviklingen for BCG-markedet. På den annen side, markedet for slike produkter er stort og etterspørselen er bred. Mulig er det derfor plass til flere typer varer i butikkenes utsalg.

Et helt annet moment omhandler en mulig endring i kjøpernes kjøpsvaner og hvordan det slår ut i produktene de etterspør. Som diskutert i PESTEL-analysen, blir løsninger knyttet til hjemlevering og internetthandel stadig mer populært. Dette kan åpne opp for nye substitutter som kan stjele markedsandeler. Det er likevel liten grunn til å tro at merkevarene vil utkonkurreres i løpet av de neste 10 årene. Uansett kjøps- og leveringsmetode anses disse som sentrale deler av folks innkjøp. Trolig vil dette vedvare også i de kommende årene. At substitutter kan ta markedsandeler virker derimot sannsynlig.

Totalt sett anses trusselen fra substitutter som middels til høy.

4.2.4 Kunders forhandlingsmakt

Kunders forhandlingsmakt handler om at kundene kaprer noe av produsentenes profitt ved å presse ned prisene eller øke kostnadene ved gjennom økte kvalitetskrav (Porter, 2008). I bransjen branded consumer goods se definere kunden ut i fra to ulike perspektiv. Selskapene i bransjen selger sine produkter til forbrukerne gjennom dagligvarebutikker eller andre utsalgssteder. Slik sett er det ingen direkte link mellom Orkla, Nestlé og Mondelez til forbrukeren som kjøper syltetøy eller sjokolade.

Når det gjelder forbrukerne, er det vist at de bruker en relativt liten andel av sin inntekt på mat og næringsmidler. Kundebasen for forbruksartikler og merkevarer er i tillegg stor, noe som begge deler senker kundenes forhandlingsmakt. På den annen side er det ingen switching-cost knyttet til hvem man kjøper produktet av. Når produktene i tillegg i stor grad kan betegnes som commodiites, må man totalt sett si at forbrukernes forhandlingsmakt er middels .

I alle de nordiske landene finner vi relativt få utsalgssteder for produktene som produseres av selskapene innenfor vår bransje. I Norge har vi eksempelvis Norgesgruppen, Coop og REMA 1000 som de store kjedene. Jamfør Porters rammeverk gir dette isolert sett høy forhandlingsmakt overfor merkevareselskapene. I noen grad har disse makt til å velge hvilke produkter de vil satse på. På den annen side er merkevarene fra Orkla, Nestlé og Mondelez i våre øyne såpass innarbeidede blant forbrukerne at de toner ned salgsstedenes makt. REMA 1000 må eksempelvis forholde seg til at kundene ønsker seg Freia melkesjokolade fra Mondelez eller Nora syltetøy fra Orkla. Likevel er det grunn til å tro at salgsstedene kan utgjøre en stadig økt trussel for merkevareselskapene fremover. Vi ser allerede tendenser til at butikkene lanserer egne merkevarer. Et eksempel på dette er REMA 1000 sin satsing på egne merkevarer i 2017. Forbrukernes reaksjon vitner om sterk kundelojalitet mot merkevarene, men på sikt vil muligens typiske EMV-produkter kunne utgjøre en trussel for aktørene i vår bransje.

Som diskutert under avsnittet om *substitutter*, kan blant annet en ny generasjon av handelens egne merkevare øke trusselen ytterligere. Interessant i denne sammenhengen er det faktum at utsalgsstedene som REMA 1000, Coop og Kiwi er de som selger både produktene til

merkevareselskapene og sine egne produkter. I løpet av 2016-2017 har vi sett REMA 1000 gjøre være mer selektive på hvilke produkter de tilbyr gjennom sin bestevenn-strategi. Visse merkevarer, som for eksempel en del Coca Cola-produkter, ble utelatt som følge av butikkjedens strategi. Bakgrunnen var at de så seg lei på NorgesGruppens dominans i forhandlingene mellom butikkjedene og leverandørene (aftenposten.no, 2017).

Eksempelet er ikke direkte overførbart til merkevareselskapenes forhold til butikkjedene. Det gir likevel en pekepinn på at butikkjedene er villige til å sette til verks i denne sammenhengen drastiske tiltak. Dette må sies å øke usikkerheten knyttet til salgsstedene som kunde. Særlig gjelder dette når vi tar med i betraktningen hvordan EMV-produktene også nå kommer med økt kvalitet.

Oppsummert sett antar vi derfor at salgsstedenes forhandlingsmakt som kunde i dag er middels, men økende i tiden fremover.

4.2.5 Leverandørers forhandlingsmakt

Leverandører som har mulighet til å øke sitt overskudd på bekostning av sine kunder sies gjerne å ha høy forhandlingsmakt. (Porter, 2008). Dette gjøres ved å øke prisene eller senke kvaliteten på det de leverer. Problemet for kundene er gjerne at de ikke har mulighet til å kompensere for økte kostnader gjennom å øke sine priser. Dette grunnet en prissensitiv bransje. Akkurat dette er tilfellet for visse segmenter innen vår bransje. Særlig gjelder dette for salg av forbruksartikler. Her opplever bransjen prissensitive kunder, og man er avhengige av lave kostnader for å kunne opprettholde en margin.

Leverandørene til bransjen vår er først og fremst selskaper som tilbyr råvarer til produksjonen. Vi bruker Orkla som eksempel for å vise hvordan Porters fem krefters rammeverk kan brukes for forholdet mellom leverandør og bransje. Rundt 61 % av innkjøpene kommer fra lokale leverandører hvor Orkla har virksomhet (orkla.no, 2017j). Selskapet opplyser også at de kjøper råvarer, materialer og tjenester fra om lag 27 000 leverandører, hvorav 3 500 av disse anses som viktige leverandører målt i innkjøpsvolum.

Det høye antallet leverandører viser at bransjen vår er mer konsentrert enn leverandørgruppen. Dette henger sammen med at råvarene i stor grad antas å være standardiserte og leverandørene

har få muligheter til å differensiere seg. I tillegg er det rimelig å anta at leverandørene er mer avhengige av merkevareelskapene enn vice versa. Disse to argumentene trekker i retning av at bønder og andre leverandører tvinges til å holde prisene nede. Riktignok er tilfellet hva gjelder bønder noe spesielt. De selger råvarene gjennom selskap som Tine, men prisene begrenses likevel gjennom landbruksavtalen.

Tine er også et eksempel på en leverandør som er integrert fremover i verdikjeden. De selger produkter direkte til forbrukerne. Produktsortimentet må likevel sies å være smalt og sjansen for at de trer inn i andre av bransjens produktområder er liten.

Porter (2008) nevner høye byttekostnader som argument for høy forhandlingsmakt for leverandørene. Den geografiske plasseringen til bransjens lokaler i forholdet til viktige leverandører kan medføre nettopp slike byttekostnader. På den annen side vil de samme byttekostnadene og avhengighetsforholdet gjelde for leverandørparten. Totalt sett er det rimelig å si at leverandørene til bransjen branded consumer goods har lav forhandlingsmakt.

4.2.6 Oppsummering bransjeanalyse

Trusselen fra nyetablering er i utgangspunktet begrenset. Dette kommer av at bransjen består av et fåtall store aktører som har stordriftsforelder knyttet til produksjon, distribusjon, markedsføring eller testing av nye produkter. Særlig kan finansiell styrke være viktig for å tåle og kunne feile når det gjelder forsøk på å finne nye trender i markedet. Kundelojalitet og nettverkseffekter har historisk vist seg som viktige etableringshindre, blant annet vist gjennom LIDLs mislykkede inntok i det norske markedet.

Leverandørenes forhandlingsmakt er i våre øyne den minste trusselen. Dette gjelder både i dag, og i perioden fremover. Hovedargumentet er at bransjen for branded consumer goods er mer konsentrert enn leverandørgruppen. Standardiserte råvarer og det faktum at leverandørene med rimelighet kan antas å være mer avhengige av merkevareelskapene enn motsatt, trekker også i retning av lav forhandlingsmakt for leverandørene.

Bransjen for branded consumer goods er til en viss grad preget av intern rivalisering. Særlig gjelder dette fordi det antas en beskjeden vekst i bransjen fremover. Konkurransen på pris kan da være et resultat. En svak økonomisk utvikling i samfunnet generelt kan ha effekt på

bransjen. På den annen side er produktene som selges av bransjen i stor grad nødvendighetsgoder og forbruksvarer som i liten grad påvirkes av forbrukernes inntekt. Totalt sett vurderes trusselen fra intern rivalisering som middels.

Substituttene til markedet for branded consumer goods har i våre øyne en nøkkelrolle for bransjens utvikling. Spesielt knytter det seg spennening til hvordan forbrukerne vil vurdere merkevareproduktene opp i mot handelens egne merkevarer fremover. Ting tyder på at price-performance-ratioen går mer i favør de egne merkevarene. Kanskje kan kvalitetshevingen som pågår i disse dager bidra til å overvinne nettverkseffektene og kundelojaliteten som har bidratt til merkevareselskapenes gode inntjening. Hvorvidt salget av merkevareprodukter og nødvendighetsgoder er differensiert nok til at markedet kan kalles et positivt-sum-spill, kan være avgjørende for merkevareselskapenes fremtid. Med disse usikkerhetene til grunn, vurderes trusselen fra substitutter i dag til å være middels til høy, mens antas å være økende i kommende periode.

Vurderingen av kundenes forhandlingsmakt er en todelt vurdering. Kundene kan defineres som de som kjøper produktene i butikkene, men også som utsalgsstedene som REMA 1000 og Coop. Utsalgsstedene som kundegruppe har en nøkkelrolle i og med at disse produserer og selger de egne merkevarene. Med dagens gruppering av dagligvarekjedene, må dette sies å være en konsentrert gruppe med få aktører. De har dermed noe makt til å velge hvilke produkter de vil selge. Denne makten kan imidlertid reduseres av forbrukerne som fysisk kjøper produktene i butikkene. Disse kan nemlig også defineres som kundene til merkevareselskapene. Kundebasen til forbruksartikler og merkevarer er store noe som taler for lav forhandlingsmakt for disse. Imidlertid taler de lave byttekostnadene mellom produktene og dere nøkkelrolle for å bestemme hvilke produkter dagligvareproduktene skal selge, for at deres forhandlingsmakt oppjusteres til middels. Oppsummert sett ser vi at kundenes forhandlingsmakt i stor grad beror på forholdet mellom to grupper som begge kan defineres som kunder av bransjen for branded consumer goods.

I lys av Porters fem krefter ser vi at bransjens trusler er nært korrelert med utviklingen vis-a-vis de egne merkevarene.

4.3 SVIMA-analyse

SVIMA-verktøyet benyttes for å vurdere hvorvidt selskaper innehar interne ressurser som kan gi opphav til å skape varig konkurransefortrinn. Jakobsen og Lien definerer ressurs som en beholdning av innsatsfaktorer som påvirker selskapets relative evne til å iverksette produktmarkedsstrategier (Lien & Jakobsen, 2015) Med konkurransefortrinn menes langsiktig avkastning over gjennomsnittet (Lien og Jakobsen, 2015). SVIMA-verktøyet presenterer fem kriterier som må være oppfylt for å kunne oppnå dette.

Ressurser kan videre deles inn i ulike kategorier, henholdsvis finansiell kapital, fysisk kapital, organisatorisk kapital, kunnskapskapital og relasjonskapital. Vi har valgt å vurdere utvalgte ressurser, da vi anser disse som de mest verdifulle for selskapet. Ressursene som vurderes er fabrikker, merkevarenavn og kompetanse.

I det følgende vil det gis en kort beskrivelse av de fem komponentene i SVIMA-modellen, før de aktuelle ressursene vurderes opp mot komponentene. Dette vil avslutningsvis bli oppsummert i en tabell.

Sjelden – Det første kriteriet er at ressursen må være sjelden, altså at konkurrentene ikke besitter ressursen i samme mengde eller kvalitet.

Viktig – Det neste er at ressursen må være viktig. Med dette menes at ressursen må ha vesentlig effekt på enten kostnadsbesparelse eller betalingsviljen til kunder.

Ikke-imiterbarhet – Dersom et fortrinn skal opprettholdes, må selskapets ressurser være vanskelig å direkte kopiere eller erstattes gjennom substitusjon.

Mobilisert – Det fjerde kriteriet er at den aktuelle ressursen må være mobilisert. Dette er knyttet til hvorvidt ressursen utnyttes effektivt.

Approprierbarhet – Det siste kriteriet er approprierbarhet, som omhandler at verdien av ressursen tilfaller selskapet. Med dette menes eksempelvis at det ikke hjelper om selskapet har en ressurs som genererer store inntekter, dersom det kreves tilsvarende store kostnader å operere den.

4.3.1 Fabrikker

Fysisk kapital er knyttet til varige driftsmidler som bygninger, tomter og maskiner. Dette er driftsrelaterte eiendeler, som er nødvendig for å kunne utføre de operasjonelle aktivitetene i selskapet. Fysisk kapital er i utgangspunktet noe som vanskelig kan anses som sjelden, da de fleste produsenten innen bransjen innehar denne typen ressurser. Likevel kan kvaliteten og effektiviteten ved ressursene vurderes. Orkla har de siste årene lagt ned betydelige ressurser for å utvikle en optimal forretningsmodell (Orkla, 2017d). Med dette menes blant annet optimalisering av fabrikkstrukturen, for å sikre synergieffekter på tvers av forretningsområder, samt konkurransedyktig vareforsyning og effektiv kapitalbruk. Det kan nevnes at Orkla eier fabrikkene, men dette er også en fellesnevner for bransjen. På tross av Orklas betydelige fokus på å effektivisere de fysiske ressursene, er det lite som tyder på at denne ressursen gir grunnlag for konkurransefortrinn. Dette er kapitalintensive ressurser, men likevel mulig å imitere dersom man har tilstrekkelig finansiell kapital.

4.3.2 Merkevareravn

Orkla besitter i dag flere sterke merkenavn innen branded consumer goods i Norden og Baltikum. Dette er en ressurs som vanskelig kan imiteres på kort sikt, og følgelig kan anses som sjelden. Det er altså tidskomprimeringskostnader knyttet til merkenavn, da oppbygging som regel er en tidkrevende prosess (Lien & Jakobsen, 2015). Sterke merkenavn har den egenskapen at de skaper tillit til forbrukerne, som fører til gjenkjøp og økt betalingsvilje. Det oppstår også nettverkseksternaliteter, som innebærer at det er lettere å utvikle ressurser, jo mer man har av dem i utgangspunktet (Lien & Jakobsen, Ekspansjon og konsernstrategi, 2015). Med dette menes at vil være lettere å tiltrekke seg nye kjøpere til nye produkter av samme merke. Det kan videre vurderes hvor sterkt Orklas portefølje av merkenavn står i forhold til konkurrentene i det nordiske og baltiske markedet. Mens mange av konkurrentene har valgt en strategi om å skape verdenskjente merkevarer, har Orkla derimot har valgt en strategi med en blanding av lokal forankring og utnyttelse av synergieffekter som et multinasjonalt selskap (Orkla, 2017d). Denne strategien har medført at de har opparbeidet seg en rekke sterke merkenavn, og innehar en ledende markedsposisjon i Norden og Baltikum. Det er imidlertid usikkerhet knyttet til hvorvidt Orkla klarer å opprettholde denne markedsposisjonen på lang

sikt. De globale komparative selskapene har per dags dato ikke sitt hovedfokus på det nordiske og baltiske markedet. Dette taler for at konkurrentene muligens har et ulikt vekstpotensiale. I tillegg observeres det økende trussel fra substitutten handelens egne merkevarer. Dette problematiseres i bransjeanalysen. Videre kan det være hensiktsmessig å vurdere graden av approprierbarhet. At en ressurs er approprierbar betyr at verdien ressursen skaper tilfaller Orkla. Dette kan relateres til bransjeanalysen, da spesielt med tanke på leverandørmakt. Der ble det konkludert med at butikkenes leverandørmakt overfor Orkla ikke utgjør en trussel. Som følge av dette er det naturlig å forvente at verdien som skapes tilfaller Orkla.

4.3.3 Kompetanse

Orkla hevder at høy kompetanse og synergier på tvers av kategorier og selskaper er blant selskapets viktigste konkurransefortrinn. De nevner videre at Orklas Merkevareakademi er et eksempel på en intern drivkraft innenfor Orklas merkevare-og innovasjonsarbeid. Videre skriver de at innovasjon er nøkkelen for å skape organisk vekst. Det kan her være hensiktsmessig å definere skillet mellom en ressurs og kapabilitet. En ressurs er noe du har, mens en kapabilitet er noe du gjør (Lien & Jakobsen, 2015). Dette medfører at Orklas høye kompetanse har direkte innvirkning på selskapets innovasjonsevne, og dermed på selskapets evne til å skape organisk vekst. Orklas viktigste kompetanse defineres som å forstå forbrukerbehov, merkevareforståelse og produktutvikling, samt å utnytte effekten av disse på tvers av konsernet (orkla.no, 2017). Ressursen er utvilsomt viktig for selskapets innovasjonsevne, men kan vanskelig anses som sjelden. Det vil være en rimelig antagelse at konkurrentene innehar ressursen av tilsvarende kvalitet. Opparbeiding av kunnskap kan være en tidkrevende ressurs, og følgelig vanskelig å kopiere på kort sikt. Det vil ofte være en nær tilknytning mellom kompetansekapital og menneskelige ressurser. Dersom selskaper tilegner seg personer med tilsvarende kompetanse, kan kunnskapskapitalen oppbygges på kort sikt.

4.3.4 Oppsummering

SVIMA-analysen oppsummeres i figur 4-1. Her vises det at ressursen merkevare gir opphav til midlertidig fortrinn. Dette forholdet vil imidlertid være svært avhengig av konkurrentenes

og handelens egne merkevarers utvikling i det nordiske og baltiske markedet. At det defineres som delvis ikke-imiterbart, skyldes at det er usikkerhet knyttet til hvorvidt konkurrentene vil lykkes med å stjele markedsandeler. Ressursen er vanskelig å kopiere på kort sikt, men det foreligger en betydelig større usikkerhet på lang sikt. I lønnsomhetsanalysen vil det imidlertid bli brukt globale regnskapstall, som kanskje ikke reflekterer dette. Forholdet vil bli nærmere diskutert i kapittel 8.

Type ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Oppsummering
Merkevare	Ja	Ja	Delvis	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Fabrikker	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet
Kompetanse	Nei	Ja	Delvis	Ja	Ja	Paritet

Figur 4-1: SVIMA-analyse av interne ressurser

4.4 Oppsummering av strategisk analyse gjennom SWOT-analyse

I dette kapittelet har vi studert eksterne forhold ved bruk av PESTEL-rammeverk og Porter (1979) sitt rammeverk for bransjeanalyse, samt analysert Orklas interne ressurser gjennom en SVIMA-analyse.

Funnene fra den eksterne og interne analysen kan nå oppsummeres gjennom en SWOT-analyse (Grant, 2010). Dette innebærer å spesifisere styrker (S), svakheter (W), muligheter (O) og trusler (T). Den eksterne bransjeanalysen sier noe om mulighetene og truslene, mens SVIMA-analysen avdekket selskapets sterke og svake sider. Formålet med oppsummeringen er å fastsette Orklas strategiske posisjon og på kvalitativt nivå vurdere selskapets muligheter for strategisk fordel i fremtiden.

<p>Muligheter</p> <ul style="list-style-type: none"> - nødvendighetsgoder med stabil etterspørsel - nærhet til lokale markeder - politisk stabilitet i primærmarkedene 	<p>Trusler</p> <ul style="list-style-type: none"> - nye krav til sunnhet og bærekraftighet - handelens egne merkevarer - reversering av nettverkseffekter - prissensitive kunder i kategorien forbruksartikler - mulige endringer i importvernet kan gi økt utenlandsk konkurranse
<p>Styrker</p> <ul style="list-style-type: none"> - merkevarekjennskap i Norden - erfaring med det nordiske markedets etterspørsel 	<p>Svakheter</p> <ul style="list-style-type: none"> - vekstpotensiale i det nordiske markedet for globale selskaper - størrelsesmessig underlegne globale aktører → ytterligere etablering internasjonal vil være tid- og kostnadskrevende

Figur 4-2: SWOT-analyse

Som nevnt innledningsvis er formålet med denne strategiske analysen å skaffe kvalitativ innsikt om selskapet til å vurdere kvaliteten på kommende analyse av Orklas regnskapsinformasjon. Vi ser på den strategiske analysen som særlig sentral i denne oppgaven ettersom regnskapstallene som brukes er globale tall. I lys av at Orklas uttalte målsetning er å være ledende aktør innen det nordiske og baltiske markedet, gir en sammenligning på globalt grunnlag noe upresis informasjon. På sett og vis medfører dette en skjevhet mellom kvalitativ strategisk analyse og kvantitativ regnskapsinformasjon. Rentabilitetsmålinger av selskapet i denne oppgaven kan således undervurdere selskapets evne til å oppnå strategisk fordel i det nordiske og baltiske markedet. Samtidig kan det ovennevnte være en styrke i oppgaven ettersom et globalt sammenligningsgrunnlag i større grad viser selskapets muligheter for internasjonal ekspansjon. Å gå inn i nye markeder kan være en naturlig del av Orklas strategi

i løpet av budsjettperioden i denne oppgaven. Valg av budsjetthorisont diskuteres nærmere i kapittel 9.3

Den strategiske analysen viser at merkevareselskapenes salg av nødvendighetsgoder begrenser truslene fra eksterne faktorer. Imidlertid er kundegruppen prissensitive for en del forbruksartikler, hvilket må ses som en trussel mot bransjens marginer. Det faktum at Orkla er etablert i et område med politisk stabilitet, senker risikoen for uforutsette politiske endringer som kan påvirke selskapet. Likevel kan en lempelse av tollvernet representere en trussel i form av at dette gir økt internasjonal konkurranse.

Nye krav til bærekraftige og sunne produkter gir økt risiko rundt fremtiden. Det krever innovasjon og mulige økte kostnader. Særlig kan det knyttes usikkerhet rundt salget av ferdigmat som den er i dag. Orklas nærhet til lokale markeder kan likevel sies å være en mulighet sammenlignet med globale aktører i så måte. Bruk av lokale råvarer kan øke produktenes verdi i forbrukerne øyne.

Når det gjelder selskapets styrker, knytter disse seg først og fremst til posisjonen i det nordiske markedet. Selskapet har et kjent merkenavn i Norden, og har nytt godt av nettverkseffekter. Det foreligger imidlertid usikkerheten til om kvalitetshevingen til de egne merkevarene på sikt kan stjele markedsandeler av Orkla. Kundenes reaksjon i forholdet mellom egne merkevarer og de tradisjonelle merkevareproduktene vil være avgjørende. Deres forhandlingsmakt anses dermed som høy i fremtiden.

Sammenlignet med de globale merkevareselskapene er imidlertid Orkla størrelsesmessig underlegne, og en eventuell internasjonal ekspansjon kan dermed være tid- og kostnadskrevende. Regnskapsanalysen i det videre vil vise nettopp hvordan selskapets strategiske fordel er global sett.

Totalt sett viser den strategiske analysen at Orkla har en sterk posisjon i det nordiske markedet. Det foreligger imidlertid forhold som kan senke selskapet inntjening i Norden. Globalt sett er ikke selskapets merkenavn like sterk, og deres strategiske fordel antas å være mindre.

5. Regnskapsanalyse

I dette kapitlet er formålet å gjennomgå selskapets regnskapsinformasjon for å avdekke underliggende økonomiske forhold. Dette kan gi verdifull innsikt i selskapets historie, samt bedre forutsetninger for å prognostisere fremtiden (Knivsflå, 2017c). Klargjøring av regnskapsinformasjonen for analyseformål vil øke kvaliteten på analysen av risiko og lønnsomhet, i kapittel 6 og 8 (Knivsflå, 2017c).

5.1 Rammeverk

Rammeverket til Knivsflå (2017c) kan presenteres følgende 4 steg:

- 1) Trailing av resterende regnskapsår
- 2) Omgruppering for analyse
- 3) Analysere og justere målefeil
- 4) Analyse av forholdstall – risiko og rentabilitet

Det første steget består av å utarbeide trailing for seneste år (Knivsflå, 2017). Ettersom siste tilgjengelig regnskapsinformasjon er 3. kvartal 2017, er det ønskelig å benytte seg av dette. Videre må det foretas omgruppering for analyseformål. Dette innebærer at regnskapsinformasjonen gjøres bedre egnet til investororientert analyse. I det neste steget må det foretas analyse av målefeil, og eventuelt justere dette. Steg 1-3 vil legge grunnlag for å kunne utføre analyse av forholdstall, da i form av risiko og rentabilitet.

Før rammeverket anvendes må det tas stilling til enkelte forutsetninger. Dette inkluderer valg av analysefokus, analyseperiode og valg av komparative selskap.

5.1.1 Analysefokus

Det første spørsmålet som må tas stilling til er hvorvidt det skal analyseres på konsern eller selskapsnivå. For virksomheter som har integrerte forretningsområder kan det være

hensiktsmessig å analysere på konsernnivå. Dersom selskapet innehar forretningsområder som er ulike, kan det argumenteres for at selskapsnivå vil være det mest hensiktsmessige analysegrunnlaget. Det kan imidlertid oppstå en del utfordringer knyttet til dette. Ifølge Penman (2013) kan en slik analyse være vanskelig å få til, da det ofte foreligger begrenset regnskapsformasjon knyttet til de ulike forretningsområdene. I tillegg kan det oppstå utfordringer dersom selskapet opererer i flere land, som følge av at behandlingen av valuta i konsernregnskap kan være komplisert (Kaldestad & Møller, 2016).

Som nevnt i kapittel 2.4.2 består Orklas merkevarevirksomhet av fire ulike forretningsområder. Dette vil i utgangspunktet anses som fire individuelle forretningsområder, som taler for at det optimale ville vært å analysere disse hver for seg. Vi har likevel valgt konsernregnskapet som analysegrunnlag. Dette skyldes i hovedsak at tilgjengelig informasjon er noe begrenset. Det er ulikheter i regnskapsspråk mellom Orkla og de komparative selskapene, som medfører at segmentrapporteringen er noe begrenset. Følgelig anser vi at konsernregnskapet bedre representerer omfanget av virksomheten.

5.1.2 Valg av analyseperiode

Videre må det vurderes hvilken lengde man skal ha på analyseperioden. Dette vil i hovedsak være avhengig av graden av stabilitet virksomheten har hatt de siste årene. Dersom virksomheten har vist seg å være stabil over lengre tid, kan det argumenteres med at analyseperioden bør være lang. Dette innebærer at det har vært liten grad av endringer i selskapet og at selskapet har drevet med det samme. Dersom selskapet derimot har vært utsatt for betydelige endringer de siste årene, kan en lang tidsserie være lite representativ for hvordan dagens virksomhet ser ut. Knivsflå (2017c) argumenterer videre med at virksomheter som opererer i sykliske bransjer bør ha en lengre analyseperiode, da dette bedre vil fange opp både opp- og nedgangskonjunktur.

Orkla har de siste årene vært utsatt for omfattende strukturelle endringer. Dette følger av beslutningen om å rendyrke Orkla som et merkevareselskap. Det har eksempelvis vært betydelig salg og avvikling av selskaper som ikke falt innenfor kategorien merkevarevirksomhet. Perioden før de strukturelle endringene anses følgelig ikke som hensiktsmessig å bruke for analyseformål.

Videre anses bransjen merkevarevirksomhet som lite utsatt for konjunktursvingninger. Dette begrunnes med at selskapets produkter i stor grad kan anses som nødvendighetsgoder, og er følgelig lite sensitiv for opp-og nedgangstider i økonomien. I perioden 2013-2015 gjennomgikk Orkla en omfattende restrukturering av selskapets forretningsområder, som er tilsvarende den strukturen av forretningsområder som Orkla innehar i dag. Totalt sett synes det å være hensiktsmessig å velge en kortere analyseperiode, da med hensyn til de strukturelle endringene og det faktum at Orkla er lite sensitiv for konjunktursvingninger. Vi har følgelig valgt å anvende regnskapsperiode på 4 år, 2014-2017T, som analysegrunnlag.

5.1.3 Valg av komparative selskap

For å bedre forstå hvordan selskapet faktisk presterer, kan det være fordelaktig å benytte et sammenligningsgrunnlag. Et hensiktsmessig sammenligningsgrunnlag kan være bransjegjennomsnittet. For å få best mulig sammenligningsgrunnlag, er det derfor viktig at de komparative selskapene er tilnærmet like med hensyn til regnskapsspråk, størrelse og forretningsområder.

I kapittel 2.6 ble Nestlé, Procter & Gamble, Unilever og Mondelez presentert som komparative selskaper for Orkla. Alle selskapene er børsnoterte, som gjør at det vil være omfattende tilgjengelig informasjon. Det foreligger imidlertid forskjeller knyttet til regnskapsspråk, da Mondelez og Procter & Gamble rapporterer etter US. GAAP, mens de resterende selskapene rapporterer etter IFRS. De to ulike regnskapsspråkene er like på mange områder, men det foreligger også noen forskjeller. Det finnes også vesentlige forskjeller i henhold til størrelse. De komparative selskapene er globale selskaper, og er følgelig mye større enn Orkla. Ideelt sett burde analysen vært gjort på segmentert nivå, med fokus på Norden og Baltikum. Grunnet begrenset segmentrapportering vil dette være vanskelig å få til. Det ville fordret en rekke forutsetninger og skjønnsmessige vurderinger, som trolig ville ført til mer støy i analysen. Forskjellen i størrelse vil imidlertid bli noe hensyntatt i regnskapsanalysen ved at den i stor grad baseres på forholdstall. 9. Totalt sett har det vært en utfordring å finne direkte sammenlignbare selskaper, men de valgte komparative selskapene synes å være de selskapene som er mest lik Orkla med tanke på forretningsområder. Dette impliserer likevel at det

foreligger en svakhet ved sammenligningsgrunnlaget, samt økt usikkerhet i beregnede estimater.

5.2 Trailing

Trailing er aktuelt i de tilfeller hvor man ikke har tilgang på fullstendig regnskapsinformasjon. Det er da ønskelig å "traile" den siste tilgjengelige informasjonen for å estimere resterende regnskapsinformasjon for året. Orkla rapporterer etter IFRS, som innebærer at de er pliktig til å offentliggjøre kvartalsrapporter (Knivsflå, 2017c). På tidspunktet denne utredningen skrives er 3. kvartal siste tilgjengelig regnskapsinformasjon for 2017. Dette innebærer at finansregnskapet for 2017 vil "trailes" etter beste evne. Det kan imidlertid anvendes at "trailing" beror på en rekke skjønnsmessige vurderinger. Dette innebærer at det vil være usikkerhet knyttet til de endelige regnskapstallene for 2017.

Det vil videre skilles mellom unormale og normale poster, jf. kapittel 5.4.1. Da normale poster forventes å være gjentakende, vil disse vil være egnet for prediksjonsformål.

De normale postene for Orkla vil være de driftsrelaterte postene, som driftsinntekt, driftskostnader. I tillegg forutsettes resultat fra tilknyttet selskap å være normalt. Disse postene har blitt beregnet ved å ta utgangspunkt i 3. Kvartal 2017. Deretter foretas det en vekstjustering, hvor forskjellen mellom 4. Kvartal og 3. Kvartal i fjoråret multipliseres med forholdet mellom 3. Kvartal i år og 3. Kvartal i fjor. Knivsflå argumenterer imidlertid for at ekstreme vekstforhold bør overstyres. Formel for trailing av normale kostnader vises under:

$$Q3\ 2017 + ((2016 - Q3\ 2016) * (Q3\ 2017 / Q3\ 2016)) \text{ (Knivsflå, 2017c)}$$

Det vil være motsatt for unormale poster, da disse postene ikke forventes å oppstå systematisk. På grunnlag av dette vil unormale poster settes lik 3. Kvartal 2017 for året som helhet. Unormale poster for Orkla består av restruktureringskostnader, nedskrivninger og sluttoppgjør for ansatte. Dette settes følgelig likt som i 3. Kvartal.

Unormale poster trailes på denne måten: $Q3 = Q4$ (Knivsflå, 2017c)

En problemstilling som oppstår i forbindelse med trailing er som nevnt at det foreligger begrenset informasjon i kvartalsrapporten. Dette skyldes at det ikke stilles like store krav til informasjon i kvartalsrapportene som i årsrapportene. Eksempelvis blir driftskostnader presentert som en samlepost, og ikke fordelt på de ulike kostnadstypene. Vi har valgt samle de enkelte postene i årsregnskapet til Orkla i de samme kategoriene som er oppstilt i kvartalsrapportene. Deretter har vi gjennom analyseperioden tatt et gjennomsnitt av hvor stor andel de enkelte postene utgjør av samleposten. Den prosentvise andelen har vi videre ganget med det endelige trailingresultatet

Trailingbalansen settes lik siste tilgjengelig kvartalsrapport, altså lik 3. Kvartal 2017. Regnskapstallene og balanse for 2017 vil presenteres i neste kapittel (Knivsflå, 2017c).

5.3 Presentasjon av balanse og resultat

I dette kapitlet presenteres selskapets resultatregnskap og balanse for årene 2014-2017T. Regnskapet er utarbeidet etter IFRS, og regnskapsåret er fra 01.01-31.12.

Resultatregnskap				
Beløp i mill, NOK.	2014	2015	2016	2017T
Salgsinntekter	29 202	32 610	37 092	39 460
Andre driftsinntekter	397	588	666	-
Driftsinntekter	29 599	33 198	37 758	39 460
Varekostnader	14 406	16 345	18 712	19 373
Lønnskostnader	5 779	6 432	7 259	7 435
Andre driftskostnader	5 242	5 755	6 343	6 885
Av-og nedskrivning varige driftsmidler	935	1 038	1 036	1 136
Amortisering immaterielle eiendeler	23	19	110	48
Andre inntekter og kostnader	100	502	382	200
Driftsresultat	3 114	3 107	3 916	4 382
Resultat fra tilknyttede og felles kontrollerte selskaper	121	1 111	1 378	1 042
Mottatt utbytte	37	28	61	5
Gevinster, tap og nedskrivninger aksjer og finansielle eiendeler	56	107	187	13
Finansinntekter	52	93	105	35
Finanskostnader	- 508	- 356	- 465	- 199
Resultat før skattekostnad	2 872	4 090	5 182	5 279
Skattekostnad	688	722	807	498
Resultat etter skattekostnad fra videreført virksomhet	2 184	3 368	4 375	4 780
Gevinst/resultat ikke videreført virksomhet	485	17	-	585
Årsresultat	1 699	3 351	4 375	5 365
Minoritetens andel av årsresultatet	40	56	82	48
Majoritetens andel av årsresultatet	1 659	3 295	4 293	5 317

Tabell 5-1: Orklas rapporterte resultatregnskap 2014-2017T

Totalresultat				
Årsresultat	1 699	3 351	4 375	5 365
Poster som ikke vil bli reklassifisert over resultatet i etterfølgende perioder: Estimativvik pens.	-148	-15	-53	0
Poster som vil bli reklassifisert over resultatet i etterfølgende perioder: Endring resultatreserve	-21	6	-234	-53
Endring sikringsreserve etter skatt	-150	31	46	68
Poster belastet egenkapitalen i tilknyttede og felles kontrollerte selskap	906	685	-611	-1122
Valutadifferanse ved omregning til presentasjonsvaluta	1115	1335	-1141	364
Sikring av nettoinvestering i utenlandsk virksomhet	-402	-454	493	0
Totalresultat	2 999	4 939	2 875	4 622
Minoritetens andel av årsresultatet	54	71	76	53
Majoritetens andel av årsresultatet	2 945	4 868	2 799	4 569

Tabell 5-2: Orklas totalresultat 2014-2017T

Balanse				
Beløp i mill. NOK	2014	2015	2016	2017T
Eiendeler				
Varige driftsmidler	9 484	10 523	11 038	11 323
Immaterielle eiendeler	14 499	17 611	18 241	19 363
Utsatt skatt	99	65	102	-
Investeringer i tilknyttede selskaper og felleskontrollert vir	12 054	12 149	12 508	4 121
Andre eiendeler	972	880	640	-
Sum langsiktige eiendeler	37 108	41 228	42 529	34 807
Eiendeler holdt for salg	22	182	-	-
Varelager	4 073	4 623	5 195	5 722
Fordringer	5 560	5 892	6 499	18 784
Beholdning av eiendom under utvikling	-	216	70	74
Aksjer og finansielle eiendeler	734	1 376	107	15
Kontanter og kontantekvivalenter	2 615	721	1 204	1 541
Sum kortsiktige eiendeler	13 004	13 010	13 075	26 136
Sum eiendeler	50 112	54 238	55 604	60 943

Tabell 5-3: Orklas rapporterte balanse, eiendelssiden 2014-2017T

Egenkapital og gjeld				
Innskutt egenkapital	1 993	1 994	1 994	1 993
Opptjent egenkapital	29 066	31 335	31 480	35 571
Minoriteter	245	417	402	420
Sum egenkapital	31 304	33 746	33 876	37 984
Utsatt skatt	1 161	1 479	1 591	-
Avsetninger og annen gjeld	2 538	2 712	2 555	4 662
Rentebærende gjeld	8 510	8 722	7 172	6 808
Sum langsiktig gjeld	12 209	12 913	11 318	11 470
Rentebærende gjeld	598	399	2 496	3 001
Skyldig periodeskatt	384	185	647	-
Leverandør- og annen handelsgjeld	-	3 869	4 329	4 563
Annen gjeld	5 617	3 126	2 938	3 925
Sum kortsiktig gjeld	6 599	7 579	10 410	11 489
Sum egenkapital og gjeld	50 112	54 238	55 604	60 943

Tabell 5-4: Orklas rapporterte balanse, gjeld og egenkapital 2014-2017T

5.4 Omgruppering

Målsettingen med omgruppering er å gjøre regnskapsinformasjon bedre egnet for analyseformål fra et investorperspektiv. Orkla rapporterer etter IFRS, som er en kreditororientert oppstilling (Knivsflå, 2017d). Omgruppering av resultat og balanse er derfor viktig for å identifisere kildene til verdiskaping og vekst (Penman, 2013) Det er da ønskelig å foreta et skille mellom normale og unormale poster, da normale poster er bedre egnet for å identifisere kildene til verdiskaping, samt bedre egnet for prognoseformål.

5.4.1 Omgruppering av resultatregnskap

Omgruppering av resultatregnskap kan ifølge Knivsflå (2017d) deles inn i 4 steg: 1) Identifisere fullstendig nettoresultat, 2) fordeling av fullstendig nettoresultat, 3) Identifisering av normale og unormale poster) og 4) fordeling av skattekostnad.

1 – Identifisere fullstendig nettoresultat

Det første steget i prosessen er å identifisere fullstendig nettoresultat (FNR). Med FNR menes summen av det rapporterte årsresultatet, annet fullstendig resultat(OCI) og dirty surplus (Knivsflå, 2017d). IFRS tillater et valg mellom å ha en samlet oppstilling over resultat og OCI, eller to separate oppstillinger. Orkla har valgt sistnevnte, og både årsresultat og OCI kan følgelig utledes direkte fra regnskapet. Med dirty surplus menes brudd på kongruensprinsippet om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres (Kvifte, Tofteland, & Bernhoft, 2011). Grunnet at IFRS opererer med OCI skulle i realiteten dirty surplus vært lik 0 (Knivsflå, 2017d). Likevel oppstår slike inntekter og kostnader, og dette kan eksempelvis være emisjonskostnader, justeringer og prinsippendringer. En oppstilling over Orklas fullstendige nettoresultat fremkommer nedenfor.

Fullstendig nettoresultat	2 014	2 015	2 016	2017T
Årsresultat majoritet	1 659	3 295	4 293	5 317
Annet fullstendig årsresultat majoritet	1 286	1 573 -	1 494 -	748
Rapportert fullstendig nettoresultat majoritet	2 945	4 868	2 799	4 569
Dirty surplus	5	-	-	-
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	2 950	4 868	2 799	4 569

Tabell 5-5: Orklas fullstendig nettoresultat til egenkapital 2014-2017T

2 – Fordeling av fullstendig nettoresultat

Formålet med denne fordelingen er at samtlige kapitaler i balansen skal få sitt resultat. Det må da vurderes hvilke poster i resultatet som er driftsrelatert og hvilke som er finansielle. Et viktig moment ved denne vurderingen er at det er konsistens med klassifiseringen av balansen. Som følge av at investering i tilknyttet og felleskontrollert virksomhet er klassifisert som finansiell eiendel, vil det tilhørende resultatet regnes som finansinntekt. Annet fullstendig resultat (OCI) består av både finansielle og driftsrelaterte poster. Vi anser estimatavvik pensjon og valutadifferanser ved omregning til presentasjonsvaluta som driftsrelaterte, mens endring sikringsreserve, endring resultatreserve aksjer og poster belastet egenkapitalen i tilknyttet og felleskontrollert virksomhet som finansiell.

Fullstendig driftsresultat før skatt	2014	2015	2016	2017T
Driftsinntekter	29 599	33 198	37 758	39 460
Driftskostnader	26 485	30 091	33 842	35 078
Driftsresultat egen virksomhet	3 114	3 107	3 916	4 382
Res tilknyttet	121	1 111	1 378	1 042
Dirty surplus	5	0	0	0
Driftsrelatert OCI	565	866	-701	364
Fullstendig driftsresultat før skatt	3 805	5 084	4 593	5 788

Tabell 5-6: Orklas fullstendig driftsresultat før skatt 2014-2017T

Fullstendig finansresultat før skatt	2014	2015	2016	2017T
Finansinntekt	145	228	353	53
Finanskostnad	- 508	- 356	- 465	- 199
Res fra diskontinuerlig virksomhet	- 485	- 17	-	585
Finansielt OCI	735	722	-799	-1107
Finansielt OCI	0	0	0	0
Fullstendig finansresultat før skatt	- 113	577	- 911	668

Tabell 5-7: Orklas fullstendig finansresultat før skatt 2014-2017T

3 – Normalisering

Videre skal man skille mellom normalt og unormalt resultat. Det er normalresultatet som er relevant for prognoseregnskapet, og følgelig fremtidig verdiskapning (Kaldestad & Møller, 2016). Unormale poster er en-eller fågangsposter som virker inn på et begrenset antall perioder, og er lite representativ for fremtiden. Det oppstår da en problemstilling om hvorvidt en post er forventet å være gjentakende, og om det er driftsrelatert eller finansielt.

Andre inntekter og kostnader knyttet seg i stor grad til restruktureringskostnader, sluttoppgjør for ansatte og større nedskrivninger av immaterielle eiendeler. I henhold til vurderingen av hvorvidt poster skal anses som normale eller unormale, bør det ses vekk fra selskapets egen vurdering av hva som anses som unormalt. Dette skyldes at selskaper kan ha incentiv til å kategorisere en større andel kostnader som unormale, da dette øker driftsresultatet (Kaldestad & Møller, 2016).

Orkla har de siste årene hatt betydelige restruktureringskostnader. At et selskap omstiller seg for å tilpasse seg endrede markedsforhold er naturlig. Det kan da argumenteres med at restruktureringskostnader kan ventes å oppnå jevnlig, men ikke nødvendigvis hvert år. Vår analyseperiode tar utgangspunkt i perioden hvor Orkla har implementert sin strategiendring fra et konglomerat til et rendyrket merkevareselskap. Det kan da argumenteres med at en andel av disse kostnadene anses som normale, da selskapet er i en omstillingsfase. Likevel vil en slik vurdering baseres på en rekke skjønnsmessige vurderinger, og vi har valgt å karakterisere

restrukturingskostnadene som unormale. Nedskrivninger av driftsmidler anses som unormale, da dette ikke systematisk kan forventes å gjenta seg. Tabell 5-8 viser unormalt driftsresultat.

Unormalt netto driftsresultat	2014	2015	2016	2017T
Unormalt driftsresultat	- 140	- 597	- 386	200
- Skatt på unormalt driftsresultat(dss)	- 36	- 155	- 82	25
+ Driftsrelatert annet fullstendig resultat	565	866	701	364
+ Driftsrelatert dirty surplus	5	-	-	-
- Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	99	128	46	465
- Unormal skatt på normalt og unormalt	6	27	29	-
= Unormalt netto driftsresultat	360	322	987	653

Tabell 5-8: Orkas unormale netto driftsresultat 2014-2017T

Gevinst, tap og nedskrivning på aksjer har vi valgt å legge til unormalt finansresultat, da dette ikke er innenfor selskapets kjernevirksomhet, og heller ikke kan ventes å forekomme jevnlig. Tabell 6-2 viser unormalt finansresultat.

Unormalt netto finansresultat	2014	2015	2016	2017T
Unormalt finansresultat	56	107	187	13
- Skatt på unormalt finansres.	10	19	31	2
+ Unormalt finansres. Fra disk. Virksomh-	485	17	-	585
+ Finansielt annet fullstendig resultat	735	722	799	1 107
+ Finansielt dirty surplus	-	-	-	-
= Unormalt netto finansresultat	296	793	643	511

Tabell 5-9: Orklas unormale netto finansresultat 2014-2017T

4 – Fordeling av skattekostnad

Videre skal skattekostnaden fordeles på de ulike resultatpostene. Formålet med dette er å klargjøre hvilken avkastning de ulike eiendelene gir etter skatt. Dette gjøres ved å beregne driftsskattesats, som ofte avviker fra selskapsskattesatsen. Årsaken til det er at det finnes skatteregler som gjør at skattekostnaden avviker betydelig fra selskapsskattesatsen. Dette kan eksempelvis være særskatt på petroleumsvirksomhet, midlertidige forskjeller, fremførbart underskudd eller skatter i utlandet (Knivsflå, 2017d). I tillegg inngår komponentene finansinntekt og unormalt finansresultat i beregningen av driftsskattesats, og disse vil ofte

skattlegges med en betydelig lavere skattesats enn selskapsskattesatsen. Årsaken til dette er at finansinntekt ofte inneholder en blanding av skattefri og skattepliktig inntekt, eksempelvis gjennom fritaksmetoden for aksjer. Avendt formel for beregning av driftsskattesats er beskrevet nedenfor (Knivsflå, 2017d).

$$dss = \frac{NSK - sss * \left(\frac{2}{3}\right) * (FI + UFR) + sss * FK}{DR + UDR}$$

dss = driftsskattesats, NSK = rapportert skattekostnad – unormal skattekostnad, FI = Normale finansinntekter, UFR = Unormalt finansresultat, FK = Normale finanskostnader, DR = Normalt driftsresultat, UDR = Unormalt driftsresultat

Vi har anvendt tommelfingerregel om selskapsskattesats(sss) * (2/3) som skattesats for finansinntekter og unormalt finansresultat, som impliserer en fordeling med 1/3 skattefri inntekt og 2/3 skattepliktig. Dette gir skattesats 16,7 %. Tabell 5-10 viser driftsskattesats.

Driftsskattesats	2014	2015	2016	2017T
NSK	682	749	778	498
- sss*(2/3) * (FI + UFR)	26	41	59	9
+ sss * FK	137	96	116	48
= Sum	793	804	835	538
/				
DR + UDR	3 114	3 107	3 916	4 382
= Driftsskattesats	25,47 %	25,88 %	21,33 %	12,27 %

Tabell 5-10: Orklas driftsskattesats 2014-2017T

Normalisert driftsskattesats er valgt med bakgrunn i hvilken av median og gjennomsnittet som er nærmest selskapsskattesatsen (Knivsflå, 2017d). Normalisert driftsskattesats er 22,41 %.

Tabell 5-11 under viser fordeling av den rapporterte skattekostnaden.

Fordeling av skattekostnad	2014	2015	2016	2017T
Normalisert driftsskattekostna	729	830	964	1 027
+ Skatt finansinntekt	16	22	28	6
- Skatt finanskostnad	137	96	116	48
+ Skatt på UDR	36	155	82	25
+ Unormal skatt på normalt DF	99	128	46	465
+ Unormal skattekostnad	6	27	29	-
+ Skatt på unormalt finansresu	10	19	31	2
= Sum	688	722	807	498
Rapportert skattekostnad	688	722	807	498

Tabell 5-11: Fordeling av skattekostnad for Orkla 2014-2017T

Steg 5 – Omgruppert resultatregnskap

Omgruppert resultatregnskap				
Beløp i mill. NOK	2014	2015	2016	2017T
Driftsi <small>Formellinje</small>	29 599	33 198	37 758	39 460
Varekostnad	14 406	16 345	18 712	19 373
Lønnskostnad	5 779	6 432	7 259	7 435
Andre driftskostnader	5 265	5 774	6 453	6 885
Av-og nedskrivinger	895	943	1 032	1 184
Driftsresultat	3 254	3 704	4 302	4 582
Driftsrelatert skattekostnad	729	830	964	1 027
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	2 525	2 874	3 338	3 555
Netto driftsresultat tilknyttet og felleskontrollert virks	-	-	-	-
Netto driftsresultat	2 525	2 874	3 338	3 555
Netto finansinntekt	194	1 210	1 516	1 072
Nettoresultat til sysselsatt kapital	2 719	4 084	4 854	4 627
Netto finanskostnad	371	260	349	151
Netto minoritetsresultat	-	54	71	49
Nettoresultat til egenkapital	2 294	3 753	4 429	4 426
Unormalt netto driftsresultat	360	322	987	653
Unormalt netto finansresultat	296	793	643	511
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	2 950	4 868	2 799	4 569
Netto betalt utbytte	2 370	2 598	2 654	479
Endring i egenkapital majoritet	580	2 270	145	4 090

Tabell 5-12: Orklas omgrupperte resultatregnskap 2014-2017T

5.4.2 Omgruppering av balanse

Ifølge Knivsflå (2017e) skal omgruppering av balansen foregå i fire steg. Det første steget går ut på å omklassifisere avsatt utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital. Ettersom Orkla rapporterer etter IFRS, avsettes det ikke for utbytte og omklassifiseringen er følgelig ikke nødvendig. Det neste steget er å skille mellom driftsrelaterte og finansrelaterte eiendeler. Skillet mellom operasjonell og finansiell kan være vanskelig å definere, da enkelte poster inneholder elementer av begge deler eller noteinformasjonen er mangelfull. Vi vil derfor forklare kort vårt valg nedenfor. Det tredje steget er å omgruppere fra totalbalanse til sysselsatt kapital, før man avslutningsvis omgrupperer fra sysselsatt kapital til netto driftskapital.

Driftsrelaterte eiendeler

Driftsrelaterte eiendeler defineres som eiendeler som inngår i selskapets daglige drift, og som er del av virksomhetsverdien (Kaldestad & Møller, 2016). For Orkla vil dette være varige driftsmidler, immaterielle eiendeler og utsatt skattefordel. Utsatt skattefordel skal ideelt sett deles i skatt på operasjonelle og finansielle aktiviteter (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Grunnet manglende noteinformasjon blir dette imidlertid en krevende øvelse. Utsatt skattefordel oppstår som følge av en midlertidig forskjell mellom bokført verdi og skatteverdi, og er ikke rentebærende. Som et resultat av dette har vi valgt å klassifisere utsatt skattefordel som langsiktig driftsrelatert anleggsmiddel (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

Investeringer i tilknyttet og felleskontrollert virksomhet skal anses som driftsrelatert dersom det er knyttet til selskapets kjernevirksomhet. Orkla har tidligere hatt relativt store investeringer i selskaper som har lagt utenfor deres kjernevirksomhet. Som følge av den nevnte strategiendringen, vil de nå ha fokus på å bli et rendyrket merkevarerelskap. Dette medfører at vi anser dette som utenfor selskapets kjernevirksomhet, og klassifiseres følgelig som langsiktig finansiell eiendel (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

Varelager og kundefordringer er knyttet til selskapets drift, og er klassifisert som kortsiktig driftsrelaterte eiendeler.

Finansielle eiendeler

Finansielle eiendeler er driftsfremmende eiendeler, som forrentes utenfor driftsresultatet (Kaldestad & Møller, 2016)

Finansielle investeringer er typisk investeringer i aksjer og obligasjoner, og andre omsettelige verdipapirer (Møller, S.195). For Orkla er dette aksjer og finansielle eiendeler, som klassifiseres som kortsiktig finansielle eiendeler. Eiendeler holdt for salg anses som kortsiktig finansielle eiendel, da salg av disse vil føre til redusert lånebehov eller økt kontantbeholdning (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Eiendom under utvikling betraktes også som utenfor Orklas kjernevirksomhet, og klassifiseres som kortsiktig finansiell eiendel.

Investering i tilknyttet og felleskontrollert virksomhet vil som nevnt tidligere bli behandlet som finansiell eiendel. Orkla har inngått avtale om salg av Sapa, og dette er presentert som en fordring i balansen. Denne fordringen vil bli klassifisert som finansielt omløpsmiddel. Effekten av salget vil bli videre diskutert i fremtidsregnskapet i kapittel 9. Aksjeinvesteringer, derivater og finansielle fordringer, og betraktes følgelig som langsiktig finansielle eiendeler.

De fleste selskaper trenger noe likviditet i sin daglige drift til å betale forpliktelser etter hvert som de forfaller. Denne delen av kontantbeholdningen er knyttet til selskapets drift, og man får typisk lav eller null avkastning. Kontanter kan også anses som overskuddskontanter, som kan brukes til å betale utbytte, kjøpe tilbake aksjer eller betale tilbake gjeld, og som ikke påvirker selskapets underliggende operasjoner (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Det kan da argumenteres med at kontantbeholdningen regnes som finansiell eiendel. Dersom man velger å fordele kontantbeholdningen på drift og finans, må tilsvarende fordeling gjøres på renteinntekter. Dette er for å opprettholde konsistens i regnskapet. Det finnes imidlertid ikke spesifikk informasjon om hvor stor andel av kontanter som er driftsrelatert. For enkelhets skyld klassifiseres kontanter som finansiell eiendel.

Driftsrelatert gjeld og finansiell gjeld

Gjeld deles også inn i to kategorier, henholdsvis finansiell og driftsrelatert. Finansiell gjeld er lån tatt opp i banker eller finansmarkeder for å finansiere driften, og er rentebærende. Driftsrelatert gjeld er lån som er tatt opp gjennom driften, og er ikke rentebærende. Dette kan eksempelvis være leverandørgjeld.

Det oppstår her en problemstilling i forhold til hvorvidt all gjeld skal anses som rentebærende og følgelig finansiell, eller om deler skal skilles ut og klassifiseres som driftsrelatert. Problemet med den første fremgangsmåten er at driftsrelatert gjelds rentekostnad fremkommer implisitt gjennom driftskostnader, eksempelvis varekostnad. Ved å si at all gjeld er rentebærende, og tilhørende rente er finanskostnad, vil man ikke få frem den korrekte kostnaden ved drift. Basert på dette argumentet velger vi den andre fremgangsmåten, og skiller gjelden i driftsrelatert og finansiell gjeld.

Den langsiktige driftsrelaterte gjelden for Orkla vil være utsatt skatt (symmetri med utsatt skattefordel) og avsetning for tap. Den kortsiktige driftsrelaterte gjelden er skyldig periodeskatt, leverandør- og annen handelsgjeld, samt samleposten annen gjeld. Sistnevnte består av ikke-rentebærende derivater til sikring av drift, samt skyldige utgifter knyttet til lønn. Rentebærende gjeld er skilt ut i egen post, og klassifiseres følgelig som finansiell gjeld.

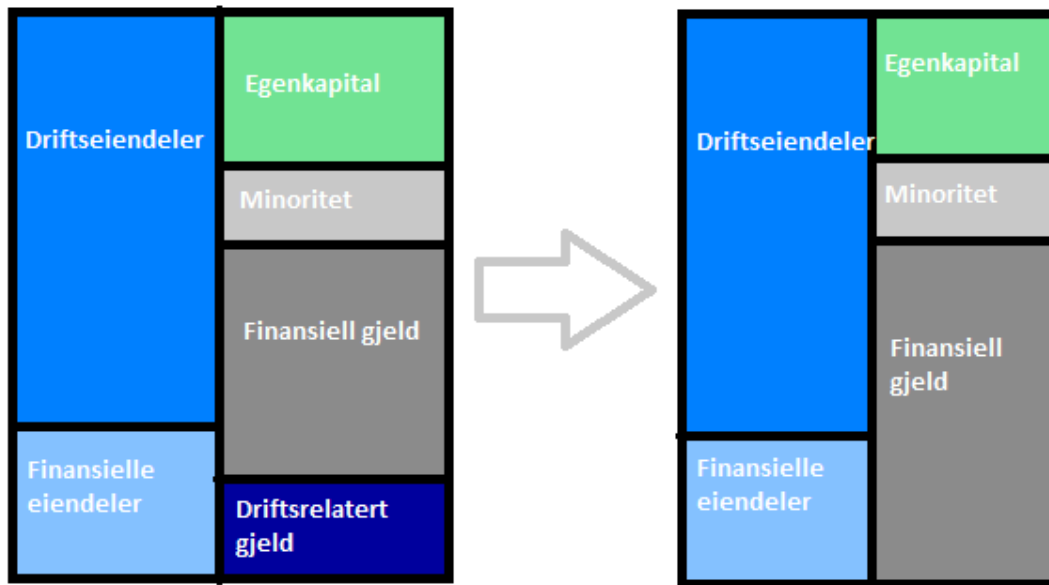
Videre oppstår det en problemstilling om hvorvidt pensjonsforpliktelser skal klassifiseres som drift eller finans. For norske selskaper vil behandling av pensjonskostnader være nært knyttet til driften gjennom lønnskostnad, som taler for at det anses som driftsrelatert. Et alternativt syn er at pensjonsforpliktelser er rentebærende, og følgelig bør klassifiseres som finansiell (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Vi vurderer det rimelig å klassifisere pensjonsforpliktelser som driftsrelatert, da det er sterk knyttet til driften.

Omgruppert balanse				
Beløp i mill. NOK	2014	2015	2016	2017T
Driftsrelatert anleggsmidler	24 082	28 199	29 381	30 686
Driftsrelaterte omløpsmidler	9 633	10 515	11 694	11 759
Driftsrelaterte eiendeler	33 715	38 714	41 075	42 445
Finansielle anleggsmidler	13 026	13 029	13 148	4 121
Finansielle omløpsmidler	3 371	2 495	1 381	14 377
Finansielle eiendeler	16 397	15 524	14 529	18 498
Sum eiendeler	50 112	54 238	55 604	60 943
Egenkapital majoritet	31 059	33 329	33 474	37 564
Minoritetsinteresser	245	417	402	420
Egenkapital konsernet	31 304	33 746	33 876	37 984
Langsiktig driftsrelatert gjeld	3 699	4 191	4 146	4 662
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	6 001	7 180	7 914	8 488
Driftsrelatert gjeld	9 700	11 371	12 060	13 150
Finansiell gjeld	9 108	9 121	9 668	9 809
Egenkapital og gjeld	50 112	54 238	55 604	60 943

Tabell 5-13: Orklas omgrupperte balanse 2014-2017T

5.4.3 Fra total kapital til sysselsatt kapital

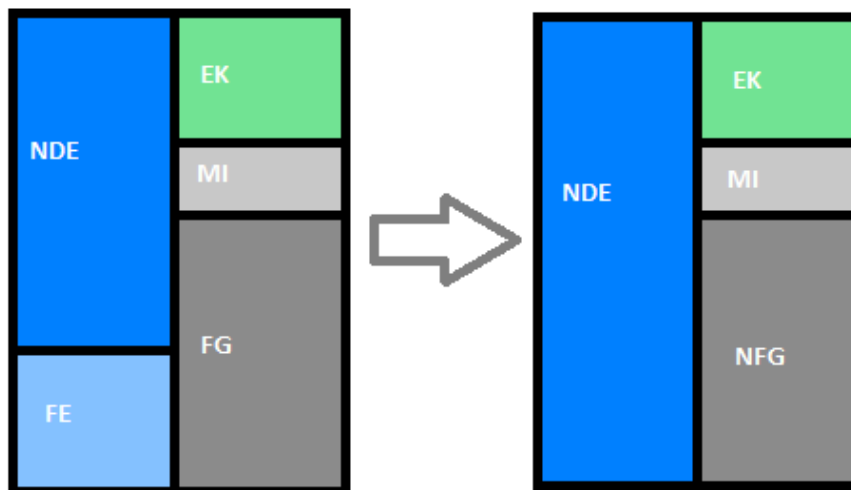
Videre foretas en ytterligere omgruppering fra total kapital til sysselsatt kapital. Formålet med dette er å definere den kapitalen som er investert i selskapet, og som krever avkastning (Kaldestad og Møller, 2016). Total kapital inkluderer driftsrelatert gjeld, hvilket ikke er ønskelig. Dette skyldes at driftsrelatert gjeld oppstår som følge av driften, og kan derfor ikke defineres som investert kapital. Ved å omgruppere fra total kapital til sysselsatt kapital vil man eliminere den delen av gjelden som ikke er rentebærende



Figur 5-1: Omgruppering fra totalkapital til sysselsatt kapital

5.4.4 Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Det siste steget innebærer å omgruppere fra sysselsatt kapital til netto driftskapital. Formålet med dette er å definere kapitalen som er direkte investert i selskapets drift (Knivsflå, 2017e). Dette gjøres ved å trekke ut finansielle eiendeler fra eiendelssiden, og inkludere dette i netto finansiell gjeld. Hensynet bak dette er at finansielle eiendeler regnes som driftsfremmende eiendeler, som ikke er direkte knyttet til driften. Netto finansiell gjeld beregnes ved å ta finansiell gjeld fratrukket finansielle eiendeler.



Figur 5-2: Omgruppering fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

5.5 Justering av målefeil

Et selskaps regnskapsdata er blant de viktigste kildene for å gjøre en investororientert analyse. Konsernregnskapet er utarbeidet i samsvar med IFRS, og har som formål å gi et bilde av selskapets underliggende økonomiske forhold. Med dette menes at regnskapet skal gi beslutningsdyktig, pålitelig og relevant informasjon (Kvifte, Tofteland, & Bernhoft, 2011). På tross av dette inneholder regnskapet det som kan kalles målefeil. Dette regnes som støy, og er et avvik mellom rapporterte regnskapstall og den faktiske økonomiske situasjonen. Som følge av dette bør man identifisere og justere for målefeil, slik at regnskapet er korrekt fremstilt. Det skilles mellom tre ulike typer målefeil (Knivsflå, 2017g):

- 1) Superprofitt til EK.
- 2) Målefeil som følge av regnskapsreglene
- 3) Systematisk manipulering av regnskapet.

Målefeil av type 1 er et uttrykk for selskapets strategiske fordel, og vil følgelig ikke justeres for.

Målefeil av type 3 forekommer når det foreligger systematisk manipulering av regnskapet. Dette oppstår som regel når ledelsen har insentiv til å mislede brukerne av regnskapet om den

underliggende økonomiske situasjonen (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Det finnes imidlertid ulike grader av manipulasjon. "Earnings management" er en form for manipulasjon som oppstår når ledelsen bevisst strekker regnskapsresultatet for å få ønsket effekt, innenfor regelverkets rammer. Incentiver for dette er typisk å maksimere egeninteresse i form av bonusutbetalinger, eller maksimere verdien for eierne (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Hvorvidt det foreligger manipulasjon av denne typen er vanskelig å uttale seg om. Som følge av at Orkla er underlagt revisjonsplikt, og revisjonsberetningen er ren, vil det følgelig ikke justeres for målefeil av denne typen.

Damodaran (2012) hevder at driftsresultat i regnskapet måles feilaktig, grunnet at finansielle- og kapitalutgifter inkluderes som driftskostnader. Han forklarer videre at de to vanligste feilklassifiseringene er kostnadsføring av forskning-og utvikling og operasjonell leasing. En problemstilling knyttet til bruk av IFRS er at regnskapsreglene gir rom for estimater og skjønnsmessige vurderinger (Kinserdal, 2014). Eksempelvis gir IFRS-standard IAS 38 om immaterielle eiendeler et sett med kriterier som må oppfylles for å kunne balanseføre. Hvorvidt de ulike kriteriene er oppfylt baserer seg på en subjektiv vurdering. Dette taler for at justering av slike målefeil er hensiktsmessig. På den andre siden krever en slik justering omfattende informasjon om de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. Som ekstern bruker av regnskapsinformasjonen vil man ha begrenset tilgang på slik informasjon. Dette kan eksempelvis være knyttet til antagelser om levetid for en eiendel. På tross av dette ønsker vi å gjennomføre justering av målefeil 2, da vi mener dette vil gi økt regnskapskvalitet. De ulike justeringene er beskrevet nedenfor.

5.5.1 Markedsføring og FoU

IAS 38 regulerer regnskapsføring av immaterielle eiendeler. Det oppstår her regnskapsmessige vurderingsspmål i forhold til identifikasjon, verdi og objektivitet (kpmg.no, 2017). Hovedregelen tilsier at en eiendel skal balanseføres når det er sannsynlig at en eiendel gir økonomiske fordeler og anskaffelseskost kan måles pålitelig (Kvifte, Tofteland, & Bernhoft, 2011). Egenutviklet forskning skal alltid kostnadsføres. Palepu (2013) hevder at årsaken til manglende balanseføring av slike eiendeler skyldes usikkerhet knyttet til fremtidige verdier.

5.5.2 Forskning og utvikling

Orkla har gjennom hele analyseperioden hatt utgifter knyttet til forskning og utvikling. Dette består i hovedsak av innovasjon i form av nye produkter eller videreutvikling av produkter hvor Orkla innehar en sterk posisjon (Orkla, 2017d). Innovasjonsarbeidet fremstår som en viktig komponent i Orklas forretningsmodell. Som følge av dette har vi valgt å justere for målefeil knyttet til forskning og utvikling.

Justeringsmetoden som anvendes innebærer at man finner samlede historiske utgifter til forskning og utvikling, og deretter et historisk gjennomsnitt som representerer normalnivået. Dette argumentet støttes av at forskning og utviklingskostnadene har vært relativt stabil de siste årene, hvilket impliserer at en gjennomsnittsberegning kan være representativ for perioden. Videre skal normalnivået multipliseres med en kapitaliseringsfaktor, som representerer forventet levetid. Det fremkommer av årsrapporten at forventet levetid for identifiserbare immaterielle eiendeler er mellom 5-10 år. Vi har valgt å anvende 5 år, da den teknologiske utviklingen anses som rimelig rask.

FoU-justering	2014	2015	2016	2017T
Utgifter til FoU	256	252	280	280
Inngående FoU - kapital	1 335	1 335	1 335	1 335
+ Balanseføring av utgifter til FoU	256	252	280	280
- Avskrivning = utgifter til Fou	256	252	280	280
= Utgående FoU - kapital	1 335	1 335	1 335	1 335
Virkning på driftseiendeler	1 335	1 335	1 335	1 335
- Virkning på utsatt skatt	299	299	299	299
= Virkning egenkapital	1 036	1 036	1 036	1 036
Tilbakeføring av FoU - utgifter	256	252	280	280
- Avskrivning på FoU - kapital	256	252	280	280
- Endring Utsatt skatt	-	-	-	-
= Virkning på netto driftsresultat	-	-	-	-

Tabell 5-14: Justering for forskning og utvikling i Orklas regnskaper 2014-2017T

5.5.3 Markedsføring

Markedsføringskostnader er et eksempel på egenutviklet goodwill, og skal etter IAS 38 kostnadsføres direkte. Det kan likevel vurderes hvorvidt deler av utviklingen vil gi langsiktig effekt, og følgelig bør balanseføres. Et viktig moment i denne vurderingen er det faktum at Orkla er et merkevareselskap. Investering i markedsføring for å bygge opp merkenavn er essensielt for å opprettholde sin sterke posisjon i dagens marked. Dette taler for justering av markedsføringskostnader. På den annen siden er det rimelig å anta at deler av kostnadene vil ha kortsiktig effekt, og begrenset verdi etter ett år. Disse kostnadene anses som periodekorrekte, og skal følgelig ikke justeres for. Vurderingen av hvor stor andel som anses som periodekorrekte er preget av stor usikkerhet. Knivsflå (2017g) anslår et hensiktsmessig estimat på 40 %, og vi velger å anvende denne fordelingen. Vi forutsetter videre at det vil være mellom-lang effekt av disse kostnadene, og anvender samme kapitaliseringsfaktor som for forskning og utvikling. Som nevnt tidligere er det stor usikkerhet knyttet til dette estimatet. Grunnet selskapets posisjon som merkevareselskap, ser vi dette som en viktig komponent for selskapet i nåværende og fremtidige perioder, og anser det som hensiktsmessig å foreta en slik justering.

Merkevare - justering	2014	2015	2016	2017T
Utgifter til markedsføring	1 344	1 468	1 567	1567
- Estimerte periodekorrekte utgifter	806	881	940	940
= Utgifter til markedsføring	538	587	627	627
Inngående merkevarekapital	2 973	2 973	2 973	2 973
+ Balanseføring av markedsføring	538	587	627	627
- Avskrivning = Utgift	538	587	627	627
= Utgående merkevarekapital	2 973	2 973	2 973	2 973
Virkning på driftseiendeler	2 973	2 973	2 973	2 973
- Virkning utsatt skatt	666	666	666	666
= Virkning egenkapital	2 307	2 307	2 307	2 307
Tilbakeføring av markedsføring	538	587	627	627
- Avskrivning merkevarekapital	538	587	627	627
= Virkning driftsresultat	-	-	-	-
- Virkning på driftsskatt	-	-	-	-
= Virkning på netto driftsresultat	-	-	-	-

Tabell 5-15: Justering for merkevarekapital i Orklas regnskaper 2014-2017T

5.5.4 Leieforpliktelser

Selskaper som rapporter etter IFRS er pålagt å skille mellom operasjonell og finansiell leie. Forskjellen innebærer at en eiendel ved finansiell leie anses som kjøpt og skal følgelig balanseføres, mens ved operasjonell skal eiendelen skal leiebeløpene kostnadsføres (Picker, 2016). Standarden IAS 17 redegjør for en rekke vilkår som avgjør hvorvidt en eiendel klassifiseres som operasjonell eller finansiell.

Hvorvidt man velger å balanseføre eller kostnadsføre kan ha vesentlig virkning på lønnsomhetsmåling (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Dersom man kostnadsfører leien vil man få lavere driftsresultat og høyere kapitalproduktivitet. Den samlede effekten av dette vil i noe grad utligne hverandre, men effekten av redusert driftsresultat er typisk mindre enn effekten av redusert investert kapital. Som følge av dette vil man ofte få en høyere avkastning på investert kapital enn man ville fått ved å balanseføre leien som en eiendel (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015). Fra 1. Januar 2019 vil imidlertid den nye standarden IFRS 16 implementeres. Effekten av den nye standarden medfører at alle leieavtaler nå skal balanseføres (Vigdel, 2017). Vi har følgelig valgt å justere for kostnadsført leie, da dette vil gi et mer korrekt bilde ved prognostisering.

Leie - Justering	2014	2015	2016	2017T
Inngående leierett	2 241	2 241	2 241	2 241
+ Ny leie '= leieutgift - rentekostnad	226	332	344	447
- Avskrivning = avskrivningskomponent i leien	226	332	344	447
= Utgående leierett	2 241	2 241	2 241	2 241
 Rente på leiekrevet	 125	 87	 108	 45
Inngående leiekrav	2 241	2 241	2 241	2 241
+ Nye krav = leieutgift - rentekostnad	226	332	344	447
- Avdrag = avskrivningskomponent i leien	226	332	344	447
= Utgående leiekrav	2 241	2 241	2 241	2 241
 Balansejustering				
Virkning på driftseiendeler	2 241	2 241	2 241	2 241
- Virkning utsatt skatt	502	502	502	502
= Netto driftseiendeler	1 739	1 739	1 739	1 739
Virkning på egenkapital	-	-	-	-
Virkning kortsiktig NFG	175	257	267	447
+ Virkning langsiktig NFG	1 564	1 482	1 472	1 292
= Virkning på NFG	1 739	1 739	1 739	1 739
 Resultatjustering				
NDR - fjerning av rentekostnad	125	87	108	45
- Utsatt skatt, ndss.	28	20	24	10
= Fullstendig netto driftsresultat	97	68	84	35
- Netto finanskostnad	97	68	84	35
= Fullstendig nettoresultat til EK	-	-	-	-

Tabell 5-16: Justering for leieforpliktelser i Orklas regnskaper 2014-2017T

5.6 Endelig omgruppert resultat, balanse og kontantstrøm

Omgruppert resultatregnskap				
Beløp i mill. NOK	2014	2015	2016	2017T
Driftsinntekter	29 599	33 198	37 758	39 460
Varekostnad	14 406	16 345	18 712	19 373
Lønnskostnad	5 779	6 432	7 259	7 435
Andre driftskostnader	4 120	4 516	5 094	5 486
Av-og nedskrivinger	1 915	2 114	2 283	2 538
Driftsresultat	3 379	3 791	4 410	4 627
Driftsrelatert skattekostnad	757	850	988	1 037
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	2 622	2 942	3 422	3 590
Netto driftsresultat tilknyttet og felleskontrollert virksomhet	-	-	-	-
Netto driftsresultat	2 622	2 942	3 422	3 590
Netto finansinntekt	194	1 210	1 516	1 072
Nettoresultat til sysselsatt kapital	2 816	4 152	4 938	4 662
Netto finanskostnad	468	328	432	186
Netto minoritetsresultat	- 54	- 71	- 76	- 49
Nettoresultat til egenkapital	2 294	3 753	4 429	4 426
Unormalt netto driftsresultat	360	322	987	653
Unormalt netto finansresultat	296	793	643	511
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	2 950	4 868	2 799	4 569
Netto betalt utbytte	2 370	2 598	2 654	479
Endring i egenkapital majoritet	580	2 270	145	4 090
Endring EK majoritet i årsregnskap	580	2 270	145	4 090

Tabell 5-17: Endelig omgruppert resultatregnskap

Omgruppert balanse				
Beløp i mill. NOK	2014	2015	2016	2017T
Driftsrelatert anleggsmidler	30 631	34 748	35 930	37 235
Driftsrelaterte omløpsmidler	9 633	10 515	11 694	11 759
Driftsrelaterte eiendeler	40 264	45 263	47 624	48 994
Finansielle anleggsmidler	13 026	13 029	13 148	4 121
Finansielle omløpsmidler	3 371	2 495	1 381	14 377
Finansielle eiendeler	16 397	15 524	14 529	18 498
Sum eiendeler	56 661	60 787	62 153	67 492
Egenkapital majoritet	34 402	36 672	36 817	40 907
Minoritetsinteresser	245	417	402	420
Egenkapital konsernet	34 647	37 089	37 219	41 327
Langsiktig driftsrelatert gjeld	6 730	7 141	7 086	7 422
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	6 176	7 437	8 181	8 935
Driftsrelatert gjeld	12 907	14 578	15 267	16 357
Finansiell gjeld	9 108	9 121	9 668	9 809
Egenkapital og gjeld	56 661	60 787	62 153	67 492

Tabell 5-18: Endelig omgruppert balanse

Sysselsatt kapital					
Beløp i mill. NOK	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	27 185	23 901	27 608	28 845	29 814
Driftsrelatert arbeidskapital	3 918	3 457	3 078	3 513	2 824
Netto driftseiendeler	31 103	27 358	30 686	32 358	32 638
Finansielle eiendeler	13 898	16 397	15 524	14 529	18 498
Sysselsatte eiendeler	45 001	43 755	46 210	46 887	51 136
Egenkapital majoritet	33 822	34 402	36 672	36 817	40 907
Minoritetsinteresser	301	245	417	402	420
Finansiell gjeld	10 878	9 108	9 121	9 668	9 809
Sysselsatt kapital	45 001	43 755	46 210	46 887	51 136

Tabell 5-19: Sysselsatt kapital etter omgruppering 2014-2017T

Netto driftskapital					
Beløp i mill. NOK	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	27 185	23 901	27 608	28 845	29 814
Driftsrelatert arbeidskapital	3 918	3 457	3 078	3 513	2 824
Netto driftseiendeler	31 103	27 358	30 686	32 358	32 638
Egenkapital majoritet	33 822	34 402	36 672	36 817	40 907
Minoritetsinteresser	301	245	417	402	420
Netto finansiell gjeld	- 3 020	- 7 289	- 6 403	- 4 861	- 8 689
Netto driftskapital	31 103	27 358	30 686	32 358	32 638

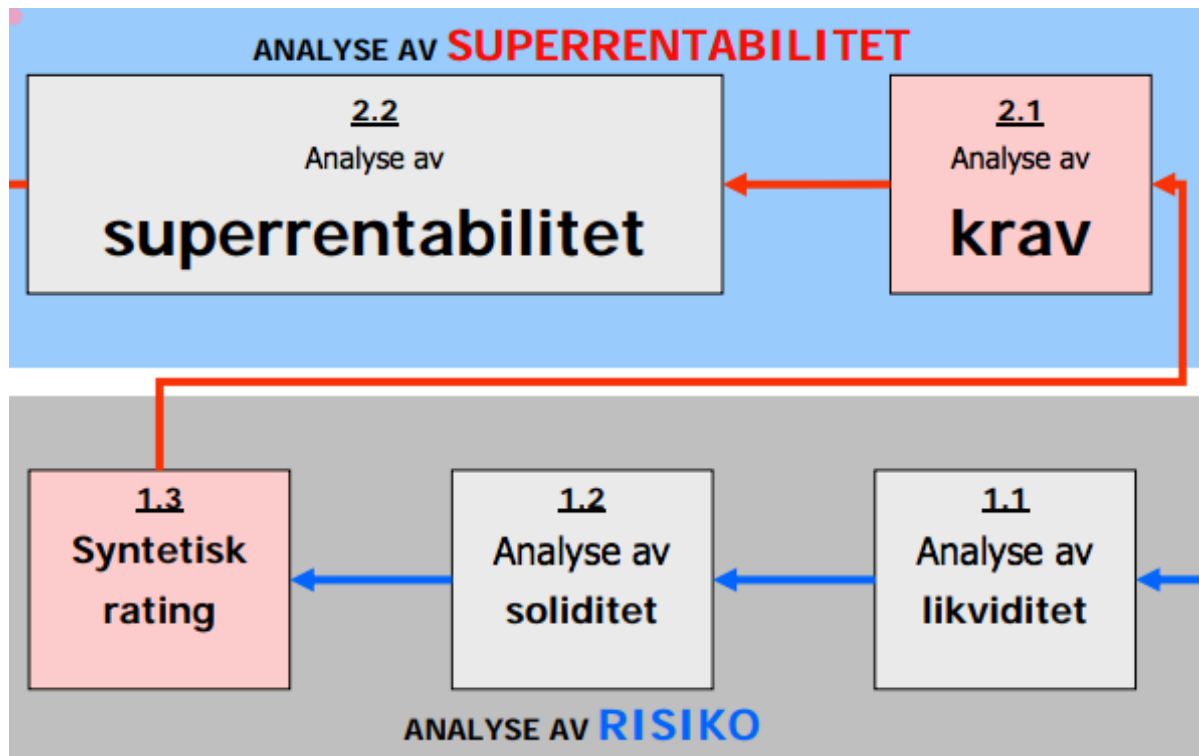
Tabell 5-20: Netto driftskapital etter omgruppering

Kontantstrøm		2014	2015	2016	2017T
Netto driftsresultat, fullstendig	NDR	2 622	2 942	3 422	3 590
- Endring i netto driftseiendeler	Endring NDE -	3 745	3 328	1 672	280
+ Unormalt netto driftsresultat	UNDR	360	322	987	653
= Fri kontantstrøm fra drift	FKD	6 727	64	762	3 964
+ Netto finansinntekter, fullstendig	NFI	194	1 210	1 516	1 072
+ Unormale netto finansinntekter	UNFI	296	793	643	511
- Endring i finansielle eiendeler	Endring FE	2 499	873	995	3 969
= Fri kontaktstrøm til sysselsatt kapital	FKS	4 718	2 812	2 630	555
- Netto finanskostnad, fullstendig	NFK	468	328	432	186
+ Endring i finansiell gjeld	Endring FG -	1 770	13	547	141
- Netto minoritetsresultat, fullstendig	NMR	54	71	76	49
+ Endring i minoritetsinteresser	Endring MI -	56	172	15	18
= Fri kontantstrøm til egenkapital	FKE	2 370	2 598	2 654	479

Tabell 5-21: Fri kontantstrøm til egenkapital for Orkla etter omgruppering 2014-2017T

5.7 Rammeverk for forholdstallanalyse

Det omgrupperte og justerte regnskapet danner grunnlaget for forholdstallsanalysen. Rammeverket i figur 5-3 viser fremgangsmåten. Det vil først utarbeides analyse av kortsiktig og langsiktig risiko. Deretter vil det utarbeides avkastningskrav til å måle selskapets superrentabilitet i historisk periode.



Figur 5-3: Rammeverk for forholdstallanalyse (Knivsflå, 2017a)

Når oppgaven i de kommende kapitlene skal belyse risiko, estimere krav og regne rentabilitet basert på den historiske perioden fra 2014 til 2017, kan det være fornuftig å vektlegge enkelte år mer enn andre. Som vist i kapittel 5, er Orklas inntjening og kostnader rimelig stabile. Vi finner det derfor rimelig å vektlegge de siste årene tyngst da disse er mest relevant for den fremtidige utviklingen i selskapet. Årene 2014, 2015, 2016 og 2017 vektlegges i fortsettelsen med henholdsvis 15, 25, 30 og 30 %.

Knivsflå (2017j) argumenterer for å foreta justering for opptjent kapital ved beregning av rentabilitet. Formålet med dette er å trekke ut opptjent kapital i løpet av året, slik at rentabiliteten beregnes på etterskuddsbasis. Penman (2013) foreslår imidlertid å benytte inngående kapital som beregningsgrunnlag i fremtidsregnskap. For å sikre konsistens mellom de historiske tallene og fremtidsregnskap, vil det bli benyttet inngående kapital som beregningsgrunnlag ved forholdstallsanalyse.

6. Analyse av risiko

I dette kapitlet ønsker vi å kartlegge selskapets kredittrisiko på kort og lang sikt. Dette gjøres ved å gjennomføre likviditetsanalyse og soliditetsanalyse. Analyse av risiko er viktig for å kunne kartlegge selskapets avkastningskrav, som anvendes i analyse av lønnsomhet og påfølgende fundamental verdsettelse. Ifølge Palepu (2013) vil forholdstallsanalyse av historiske tall kunne gi verdifull innsikt om selskapets framtidutsikter. Analysen av selskapets risiko vil avslutningsvis bli oppsummert gjennom en syntetisk rating, som vil brukes til å finne de ulike finansieringskildenes avkastningskrav i kapittel 7.

En kapitalinvestor vil i utgangspunktet stå overfor både en markedsrisiko (systematisk) og en selskapsspesifikk risiko (usystematisk). Markedsrisiko representerer risiko knyttet til alle selskaper, eksempelvis konjunktursvingninger (Kaldestad og Møller, 2016). Dette medfører at markedsrisiko er en ytre faktor som ikke kan reduseres, da denne er avhengig av faktorer som selskapet selv ikke kan kontrollere. Selskapsspesifikk risiko er derimot risiko knyttet utelukkende til selskapet. Denne risikoen kan elimineres gjennom diversifisering. Dette indikerer at for en rasjonell aktør vil markedsrisikoen kun være den relevante risikoen (Knivsflå, 2017h).

$$\textit{Totalrisiko} = \textit{Systematis risiko} + \textit{usystematisk risiko}$$

For kreditor er kredittrisikoen den relevante risikoen. Med dette menes risikoen som långiver bærer for at lånet pluss avtalt rentebetaling helt eller delvis misligholdes (Penman, 2013). Kredittrisiko anses som en ensidig risiko, da kreditor kun står overfor faren for å tape. For kreditor vil kredittrisiko være systematisk, da denne ikke kan diversifiseres bort. Ved vurdering av kredittrisiko kan det følgelig være hensiktsmessig å gjennomføre analyse av historiske regnskapstall. Dette kan gi indikasjoner om bekymringsverdige forhold og en eventuell fare for finansiell krise eller konkurs (Knivsflå, 2017h).

6.1 Analyse av kortsiktig risiko

Kortsiktig risikoanalyse har som hensikt å vurdere selskapets evne til å betale forpliktelser etter hvert som de forfaller, og indikere risiko for konkurs på kort sikt (Penman, 2013). I tillegg er et selskaps likviditetsrisiko er i stor grad påvirket av evnen til å generere positive netto kontantstrømmer, på både kort og lang sikt. Følgelig er selskapet avhengig av tilfredsstillende likviditet for å kunne operere fritt og utforske lønnsomme forretningsområder (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). I tillegg til ulike former for likviditetsmål, vil oppgaven også analysere kortsiktig risiko ved å studere rentedekning og gjeldsdekning i selskapet.

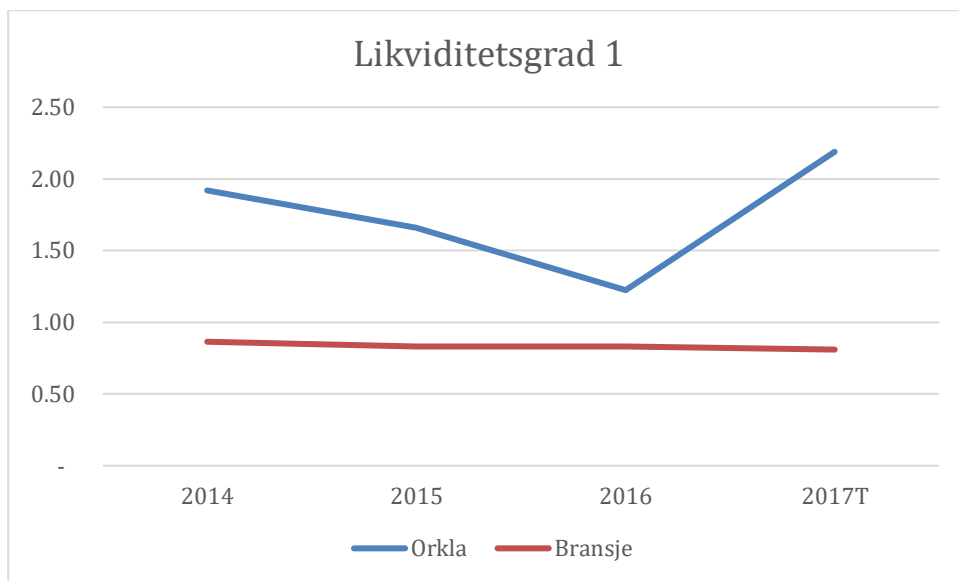
6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 viser selskapets evne til å betjene kortsiktig gjeld, gjennom å vurdere forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld (Penman, 2013).

$$LG1 = \frac{OM}{KG} = \frac{DOM + FOM}{KDG + KFG}$$

LG1 = likviditetsgrad 1, OM = omløpsmidler, KG = kortsiktig gjeld, DOM = driftsrelaterte omløpsmidler, FOM = finansielle omløpsmidler, KDG = kortsiktig driftsrelatert gjeld, KFG = kortsiktig finansiell gjeld

I henhold til dette forholdstallet opererer mange med en tommelfingerregel, som innebærer at kortsiktig likviditetsrisiko er lav dersom forholdstallet er over 2 (Damodaran, 2012). Det kan imidlertid være lite hensiktsmessig å operere med slike tommelfingerregler, da det kan være store forskjeller mellom ulike bransjer. Som følge av dette velger vi å bruke bransjen som målestokk (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Under presenteres likviditetsgrad 1 for Orkla og bransjen.



Figur 6-1: Likviditetsgrad 1 Orkla vs bransjen i årene 2014-2017T

Likviditetsgrad 1	2014	2015	2016	2017T	Gjennomsnitt
Orkla	1,92	1,66	1,22	2,19	1,75
Bransje	0,86	0,83	0,83	0,81	0,84

Tabell 6-1: Likviditetsgrad 1 for Orkla og bransjen i årene 2014-2017T

Vi observerer at likviditetsgrad 1 har vært noe varierende over analyseperioden. Forholdstallet er imidlertid stabilt høyere enn bransjens, som indikerer at Orkla har en betryggende likviditetssituasjon på kort sikt relativt til konkurrentene. 2017-tallet er Orklas høyeste i analyseperioden, og skyldes en stor økning i omløpsmidler. Dette som følge av at 2017-tallene inneholder en fordring knyttet til Sapa-salget. Totalt sett anser vi Orkla sin likviditet som betryggende i henhold til likviditetsgrad 1.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er et annet likviditetsmål som viser selskapets evne til å betjene den kortsiktige gjelden. Der likviditetsgrad 1 inkluderer både finansielle omløpsmidler og omløpsmidler knyttet til drift, inkluderer bare likviditetsgrad 2 de mest likvide omløpsmidlene (Knivsflå, 2017h). Dette innebærer at de driftsrelaterte omløpsmidlene, som antas å være mindre likvide, utelates fra beregningen.

$$LG2 = \frac{OM}{KG} = \frac{FOM}{KDG + KFG}$$

LG2 = likviditetsgrad 2, OM = omløpsmidler, KG = kortsiktig gjeld, FOM = finansielle omløpsmidler, KDG = kortsiktig driftsrelatert gjeld, KFG = kortsiktig finansiell gjeld

Formålet er å belyse selskapets evne til å betale forpliktelsene umiddelbart. En tommelfingerregel er at likviditetsgrad 2 bør være minst 1, men i likhet med likviditetsgrad 1, gir bransjegjennomsnittet det beste sammenligningsgrunnlaget (Knivsflå, 2017h). Denne sammenligningen vises i tabell 6-2 under:

Likviditetsgrad 2	2014	2015	2016	2017T	Gjennomsnitt
Orkla	0,55	0,34	0,17	1,61	0,70
Bransje	0,27	0,28	0,34	0,28	0,30

Tabell 6-2: Likviditetsgrad 2 for Orkla og bransjen i årene 2014-2017T

Vi merker oss at både Orkla og bransjen ligger godt under tommelfingerregelen. Dette virker ikke urimelig med tanke på virksomheten disse bedriftene utøver. Kjernevirksomheten knytter seg til varesalg, og de fleste av selskapets verdier knytter seg til den langsiktige driften.

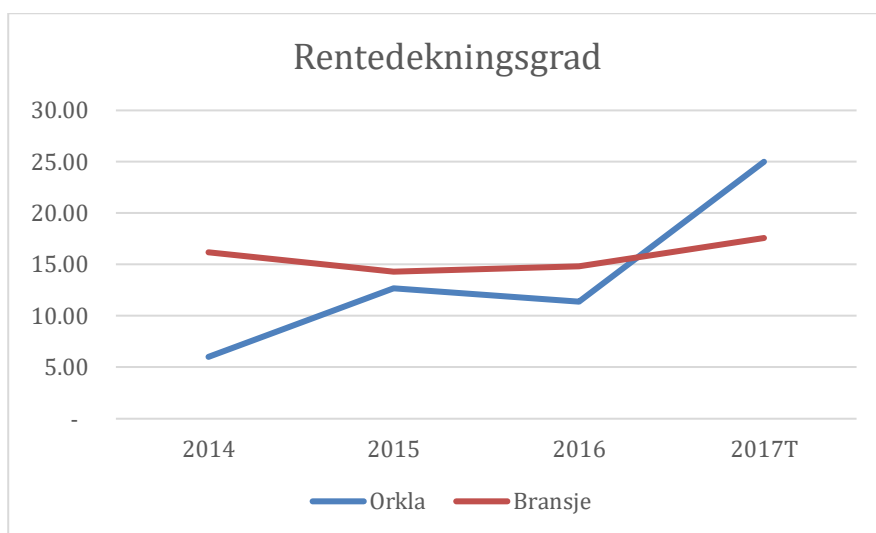
6.1.3 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden viser selskapets evne til å dekke rentekostnader gjennom netto resultatet til sysselsatt kapital (Knivsflå, 2017h).

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{NRS}{NFK} = \frac{NDR + NFI}{NFK}$$

NRS = netto resultat til sysselsatt kapital, NFK = netto finanskostnader, NDR = netto driftsresultat, NFI = netto finansinntekter

En høy rentedekningsgrad indikerer at selskapet har solid kortsiktig likviditet og lav risiko knyttet til å dekke rentekostnadene. Det kan videre vurderes hvorvidt burde inkludere avdrag. Ifølge Kinserdal et al. (2017) bør et selskap med god lønnsomhet være i stand til å refinansiere lånebetingelsene på løpende basis, og det avgjørende er følgelig å vurdere selskapets evne til å betale renter. Det kan likevel være hensiktsmessig å inkludere avdrag dersom selskapet er i en vanskelig posisjon til å refinansiere lånebetingelsene. Dette synes ikke å være tilfellet for Orkla, og rentedekningsgraden beregnes med hensyn til å dekke rentekostnader. Vi anser det mest hensiktsmessig å bruke bransjen som målestokk ettersom forholdstallet vil variere mye fra bransje til bransje.



Figur 6-2: Rentedekningsgrad Orkla vs bransje i årene 2014-2017T

Rentedekningsgrad	2014	2015	2016	2017T	Gjennomsnitt
Orkla	6,02	12,67	11,42	25,00	15,00
Bransje	16,18	14,31	14,81	17,58	15,72

Tabell 6-3: Rentedekningsgrad for Orkla og bransjen i årene 2014-2017T

Tabell 6-3 viser at både Orkla og bransjen har svært god rentedekningsgrad i analyseperioden. Gjennomsnittet er marginalt forskjellig, som i hovedsak skyldes at Orkla har svært høy rentedekningsgrad i 2017. Totalt sett er rentedekningsgraden tilfredsstillende, og en indikasjon på god kortsiktig likviditet.

6.1.4 Fri kontantstrøm

Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm kan defineres som forholdes mellom fri kontantstrøm til sysselsatt kapital og fri kontantstrøm til finansiell gjeld.

$$\frac{FKS}{FKFG} = \frac{FKD + FKFE}{NFK - \Delta FG} = \frac{FKD + FKFE}{NFK + AVDRAG}$$

FKS = fri kontantstrøm til sysselsatt kapital, FKFG = fri kontantstrøm til finansiell gjeld, FKD = fri kontantstrøm til drift, FKFE = fri kontantstrøm til finansielle eiendeler, NFK = netto finanskostnader

Ifølge Knivsflå (2017h) er forholdstallet kun relevant dersom når FKFG er større enn 0, som indikerer at selskapet er i en fase hvor det tilbakebetales gjeld. Vi ser av regnskapet at NFK er større enn nedbetalingen av finansiell gjeld i 2016. I de tre andre årene i analyseperioden er forutsetning om at FKFG må være større enn 0 oppfylt.

Kontantstrøm basert på finansielle eiendeler				
Beløp i mill. NOK	2014	2015	2016	2017T
Netto driftsresultat	2 622	2 942	3 422	3 590
+ UNDR	360	322 -	987	653
- Endring i NDE	- 3 745	3 328	1 672	280
= FKD	6 727 -	64	762	3 964
- NFK	468	328	432	186
+ Endring i FG	- 1 770	13	547	141
- NRM	54	71	76	49
+ Endring MI	- 56	172 -	15	18
= FKED	4 379 -	278	786	3 887
- NBU	2 370	2 598	2 654	479
= Fri KS til finansiell investering	2 009 -	2 876 -	1 868	3 408
+ NFI	194	1 210	1 516	1 072
+ UNFR	296	793 -	643 -	511
= KS til finansiell investering	2 499 -	873 -	995	3 969
+ IB FE	13 898	16 397	15 524	14 529
= UB FE	16 397	15 524	14 529	18 498
Fordelt på:	2014	2015	2016	2017T
Kontanter	2615	721	1204	1541
Fordringer	392	391	233	282
Investeringer	13390	14412	13092	3854
Diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	12 821

Tabell 6-4: Orklas kontantstrøm basert på finansielle eiendeler årene 2014-2017T

Ved å sette inn i formelen over får vi verdiene -7,08, -2,75, -0,23 og 24,23 for henholdsvis årene 2014, 2015, 2016 og 2017. Vi ser at forholdstallet varierer stort gjennom analyseperioden. Det er derfor vanskelig og lite hensiktsmessig å trekke noen konklusjoner rundet Orklas kortsiktige risiko basert på dette. Vi velger heller å studere faktorene i forholdstallet hver for seg. Når det gjelder fri kontantstrøm til drift, er denne positiv med unntak i 2015, hvor det ble foretatt større investeringer i netto driftseiendeler. Vi merker oss at kontantstrømmen til drift varierer veldig.

Fri kontantstrøm til finansielle eiendeler er varierende som følge av endringer i netto betalt utbytte. Særlig gjelder dette i 2017. Endringen i finansiell gjeld viser at det i 2014 ble betalt ned gjeld, mens det i de andre årene ble tatt opp gjeld. Oppsummert sett ser vi at hver av

faktorene i forholdstallet varierer mye, noe som gjør forholdstallet lite hensiktsmessig å vektlegge i risikovurderingen.

6.1.5 Fremtidig gjeldsdekning

Til nå har forholdstallsanalysen hatt fokus på historiske tall. Det kan derfor være hensiktsmessig å vurdere faren for likviditetskrise i forekommende år. Dette kan gjøres ved å se på evnen til å dekke estimerte renter og avdrag ett år frem i tid.

$$\text{Rente – og avdragsdekning } t + 1 = \frac{FEt + FKS t + 1}{NFK t + 1 + AVD t + 1}$$

FE = finansielle eiendeler, FKS = fri kontantstrøm til sysselsatt kapital, NFK = netto finanskostnader, AVD = avdrag på lån

Denne beregningen gjøres med utgangspunkt i et ”worst case”-scenario, som innebærer at FKS_{t+1} settes til 0 (Knivsflå, 2017h). Dette innebærer at det vurderes selskapets evne til å dekke fremtidige rentekostnader og avdrag, dersom kontantstrømmene skulle svikte. Tanken bak dette er at det oppnås dekning dersom forholdstallet er over 1.

Dekning av renter og avdrag	
Finansielle eiendeler	18 498
/ Gjeld og avdrag neste år + rente på FG	2 741
= Sum	6,75

Tabell 6-5: Fremtidig gjeldsdekning for Orkla

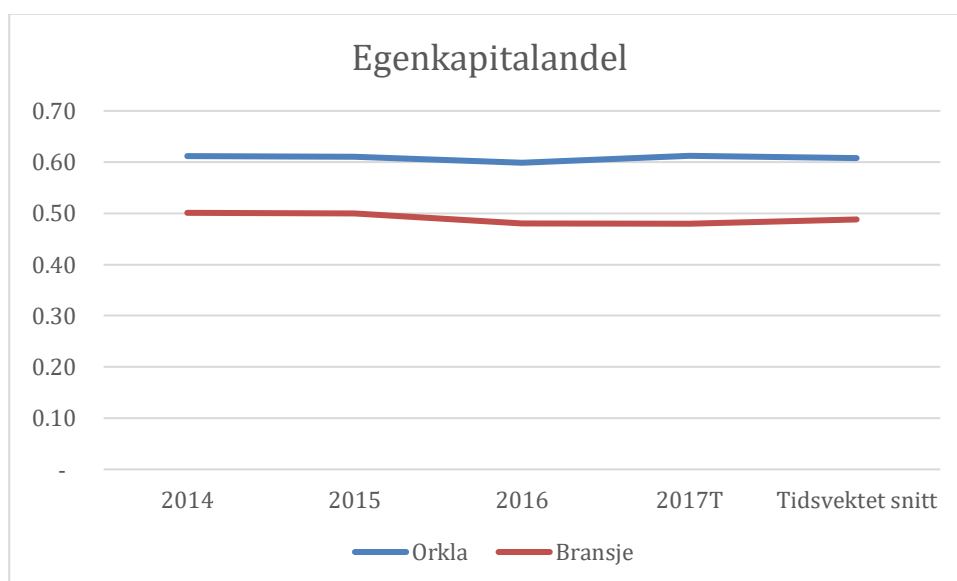
Orklas viktigste finansieringskilder er i hovedsak lån fra relasjonsbanker og det norske obligasjonsmarkedet (Orkla, 2017). Det er ingen covenants knyttet til de ulike lånene, men låneavtalene inneholder enkelte begrensninger. Dette inkluderer blant annet begrensninger i forhold til salg av tilknyttet virksomhet, opplåning på datterselskapsnivå og kryssmisligholdsklausuler. Orklas forholdstall er på 6,75 og følgelig over terskelen på 1. Dette indikerer at Orkla har gode utsikter til å dekke fremtidige gjeldskrav, og fremtidig gjeldsdekning utgjør lav risiko.

6.2 Analyse av langsiktig risiko

Ved analyse av langsiktig risiko gjennomføres det en soliditetsanalyse. Formålet med en slik analyse er å analysere om selskapet har ressurser til å stå imot økonomiske tap over tid og uforutsette hendelser (Knivsflå, 2017h). Det vil i det følgende analyseres selskapets egenkapitalprosent, netto driftsrentabilitet, samt selskapets finansieringsstruktur.

6.2.1 Egenkapitalprosent

Et viktig forholdstall ved analyse av langsiktig risiko er egenkapitalprosent. Dette skyldes at tap føres mot egenkapital, og egenkapitalen fungerer følgelig som en buffer mot fremtidige tap og konkurs (Knivsflå, 2017h). Egenkapitalprosent har også vist seg å være en av de beste forholdstallene til å forutse konkurs, og inngår i konkurssannsynlighetsmodeller fra både Beaver og Altman (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Når det gjelder hva som anses som et passende nivå på egenkapital, bør det først og fremst måles mot bransjen. Det kan også argumenteres med at egenkapitalen bør være stor nok til å tåle forventede fremtidige tap i tråd med selskapets risikoprofil (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)



Figur 6-3: Egenkapitalandel Orkla vs bransje i årene 2014-2017T

Egenkapitalandel	2014	2015	2016	2017T	Gjennomsnitt
Orkla	0,61	0,61	0,60	0,61	0,61
Bransje	0,50	0,50	0,48	0,48	0,49

Tabell 6-6: Egenkapitalandel for Orkla og bransjen i årene 2014-2017T

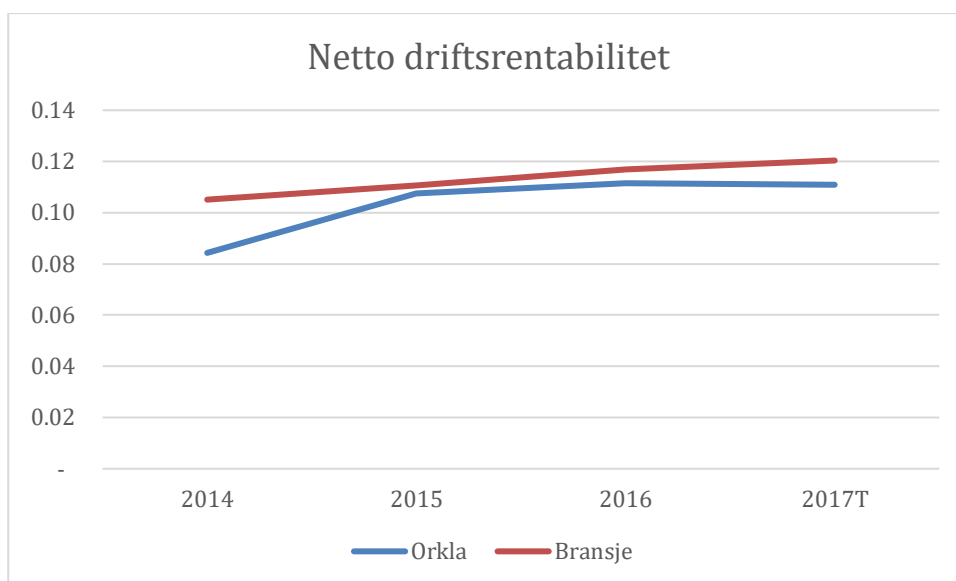
Av tabell 6-6 ser vi at Orkla har hatt en egenkapitalandel på om lag 60 % i hele analyseperioden. Som nevnt innledningsvis er det ønskelig at bransjen benyttes som sammenligningsgrunnlag, og ikke tommelfingerregel. Vi observerer at Orkla ligger godt over bransjen i samtlige år, som er en indikasjon på god soliditet. Både Orkla og bransjens egenkapitalandel ligger forholdsvis stabil, som underbygger argumentet om at bransjen er i en moden fase. Totalt sett indikerer egenkapitalens størrelse at selskapet har god evne til å kunne stå imot tap i fremtidige perioder. I tillegg understreker Orkla selv at en sterk egenkapitalandel er ønskelig, for å kunne ha finansiell fleksibilitet til å understøtte konsernet strategi (Orkla, 2017d).

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet viser den avkastningen som skapes gjennom drift. Dette forholdet er viktig for vurdering av selskapets soliditet som følge av at negative resultater vil tære på egenkapitalen.

$$ndr_t = \frac{NDR_t}{NDE_{t-1}}$$

ndr = netto driftsrentabilitet, NDR = netto driftsresultat, NDE = netto driftseiendeler



Figur 6-4: Netto driftsrentabilitet Orkla vs bransje

Netto driftsrentabilitet	2014	2015	2016	2017T	Gjennomsnitt
Orkla	0,08	0,10	0,11	0,11	0,104
Bransje	0,11	0,11	0,12	0,12	0,115

Tabell 6-7: Netto driftsrentabilitet for Orkla og bransjen i årene 2014-2017T

Fra tabell 6-7 ser vi at Orkla har hatt netto driftsrentabilitet noe under bransjen i analyseperioden. Begge er imidlertid stabile, noe som indikerer soliditet på lang sikt. Kildene til rentabiliteten utbroderes nærmere i kapittel 8.2.

6.2.3 Statistisk finansieringsanalyse

Det kan videre være hensiktsmessig å vurdere om selskapet har en sunn finansieringsstruktur. Dette gjøres ved å gjennomføre en statistisk finansieringsanalyse, som illustrerer hvordan de ulike eiendelene er finansiert. Tanken bak denne matrisen er at jo fortere kurven går i bunn, jo mindre risikabel og mer solid er finansieringen (Knivsflå, 2017h). I analysen er det derfor ønskelig at langsiktige driftsrelatert anleggsmidler (DAM) er finansiert med langsiktig kapital, grunnet at disse eiendelene skal generere kontantstrømmer over flere år. Ifølge Knivsflå (2017h) er egenkapitalfinansiering den sterkeste finansieringskilden. At eiendeler er langsiktig

finansiert er også en indikasjon på god soliditet. Det kan likevel være hensiktsmessig å vurdere hvilke eiendeler som krever langsiktig finansiering. Enkelte eiendeler, eksempelvis omløpsmidler, vil som oftest fluktuere over tid eller i tråd med konjunkturer, og langsiktig finansiering av slike eiendeler kan i mange tilfeller medføre redusert fleksibilitet til å betale tilbake gjeld, og dermed høyere totale lånekostnader (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Som følge av dette er det viktig å vurdere hvorvidt selskapet har en god balanse mellom egenkapital og lang-og kortsiktig finansiering.

Orkla	EK	MI	LDG	LFG	DKG	FKG	Totale eiendeler
DAM	100 %						55 %
FAM	89 %	10 %	1 %				6 %
DOM			63 %	37 %			17 %
FOM				9 %	68 %	23 %	21 %
TK	61 %	1 %	11 %	10 %	13 %	4 %	100 %

Figur 6-5: Finansieringsanalyse av Orkla i 2017T

Fra finansieringsmatrisen observerer vi at samtlige driftsrelaterte anleggsmidler og 89 % av finansielle anleggsmidler er finansiert med egenkapital, hvilket anses som svært gunstig. Videre observerer vi at 100 % av driftsrelaterte omløpsmidler er finansiert med langsiktig kapital. Som nevnt innledningsvis vil omløpsmidler ofte fluktuere over tid. Det er likevel å rimelig å forutsette at deler av arbeidskapitalen vil være tilnærmet fast over tid. Hvor stor denne delen burde være, er imidlertid vanskelig å fastsette. Dette kan indikere at det er en svakhet knyttet til manglende fleksibilitet. Vi forutsetter likevel at dette ikke anses som en begrensning i denne sammenheng. Totalt sett indikerer matrisen at Orkla innehar en sunn finansieringsstruktur, og at det følgelig er lav risiko knyttet til finansieringstype av eiendelene.

6.3 Syntetisk rating

Likviditet og soliditetsanalysen kan videre oppsummeres i form av en karakter på kredittrisiko gjennom syntetisk rating. Slik rating utarbeides som regel av spesialiserte virksomheter på kredittrisikovurdering, eksempelvis Standard & Poor's, Moody's eller Fitch (Knivsflå, 2017h). Tabell 6-8 viser rammeverket som anvendes, som er et tilpasset rammeverk som er utviklet av Knivsflå.

Rating	Konkurssansynlighet	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalandel	Netto driftsrentabilitet
AAA	0,000 %	11,6000	16,9000	0,9400	0,3500
		8,9000	11,6000	0,8950	0,3080
AA	0,020 %	6,2000	6,3000	0,8500	0,2660
		4,6000	4,8250	0,7550	0,2160
A	0,080 %	3,0000	3,3500	0,6600	0,1660
		2,3500	2,7500	0,5500	0,1310
BBB	0,260 %	1,7000	2,1600	0,4400	0,0960
		1,4500	1,6900	0,3800	0,0820
BB	0,970 %	1,2000	1,2200	0,3200	0,0680
		1,0500	1,0600	0,2700	0,0540
B	4,930 %	0,9000	0,9000	0,2200	0,0400
		0,7500	0,4850	0,1750	0,0260
CCC	12,610 %	0,6000	0,0700	0,1300	0,0120
		0,5500	-0,3450	0,1050	-0,0020
CC	27,960 %	0,5000	-0,7600	0,0800	-0,0160
		0,4500	-1,1700	0,0300	-0,0300
C	50,990 %	0,4000	-1,5800	-0,0200	-0,0440
		0,3500	-1,9950	-0,1000	-0,0580
D	85,540 %	0,3000	-2,4100	-0,1800	-0,0720

Tabell 6-8: Rammeverket for syntetisk rating (Knivsfå, 2017h)

Den endelige karakteren fastsettes på bakgrunn av forholdstall fra både likviditetsanalysen og soliditetsanalysen. Dette er henholdsvis likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. En samlet vurdering av disse, vil gi en karakter mellom AAA til D, som indikerer konkurssansynligheten for selskapet. For å gi et mer presist bilde av konkurssansynligheten vil det anvendes pluss og minus i tillegg til de ordinære karakterene.

Syntetisk rating - Orkla	2014		2015		2016		2017T		Vektet gjennomsnitt	
	Forholdstall	Rating	Forholdstall	Rating	Forholdstall	Rating	Forholdstall	Rating	Forholdstall	Rating
Likviditetsgrad 1	1,92	BBB	1,66	BBB	1,22	BB	2,19	BBB	1,73	BBB
Rentedekningsgrad	6,02	A	12,67	AAA	11,42	AA	25,00	AAA	15,00	AA
Egenkapitalprosent	0,61	A	0,61	A	0,60	A	0,61	A	0,61	A
Netto driftsrentabilitet	0,084	BBB	0,11	BBB	0,11	BBB	0,11	BBB	0,11	BBB
Gjennomsnittsrating	BBB+		A-		BBB+		A-		A-	

Tabell 6-9: Syntetisk rating Orkla i årene 2014-2017T

Syntetisk rating - Brans	2014		2015		2016		2017T		Vektet gjennomsnitt	
	Forholdstall	Rating	Forholdstall	Rating	Forholdstall	Rating	Forholdstall	Rating	Forholdstall	Rating
Likviditetsgrad 1	0,86	B	0,83	B	0,48	CC	0,81	B	0,725	CCC
Rentedekningsgrad	16,18	AAA	14,31	AAA	14,81	AAA	17,58	AAA	15,723	AAA
Egenkapitalprosent	0,50	BBB	0,50	BBB	0,48	BBB	0,48	BBB	0,488	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,105	BBB	0,11	BBB	0,12	BBB	0,12	BBB	0,115	BBB
Gjennomsnittsrating	BBB		BBB		BBB		BBB		BBB	

Tabell 6-10: Syntetisk rating bransjen i årene 2014-2017T

Forholdstallsanalysen gir Orkla en tidsvektet gjennomsnittsrating på A-. Dette gir en konkurssannsynlighet på 0,8 %. Til sammenligning er den vanligste kredittratingen for selskaper BBB (Knivsflå, 2017h) Vi observerer videre at Orkla ligger noe over bransjen, som har en gjennomsnittsrating på BBB, som er i samsvar med det normale. Forskjellen skyldes i hovedsak at Orkla har en noe sterkere egenkapitalprosent, samt en bedre likviditetsgrad 1.

Gjennomsnittsratingen er basert på historiske regnskapstall, og kan som nevnt innledningsvis være nyttig ved predikasjon av selskapets framtidsutsikter. Det kan likevel være hensiktsmessig å vurdere om det kan foreligge kvalitative faktorer som kan tale for en justering av ratingen.

I den strategiske analysen identifiserte vi trusler fra substitutter i form av handelens egne merkevarer. Vi antar at denne trusselen vil være økende i årene som kommer, og Orklas strategiske fordel vil i stor grad basere seg på om merkevarekjennskapen beholdes. Her vil kundene ha en nøkkelrolle. Økende trussel fra eksterne aktører kan tvinge bransjen til priskrig, noe som kan drive ned marginene. Når det gjelder trusselen fra det eksterne miljøet, er mange av Orklas produkter nødvendighetsgoder, og påvirkes således lite av den generelle økonomiske utviklingen. Denne type produkter vil selges også i fremtiden. Det knyttes imidlertid noe usikkerhet til om Orkla har evne til å beholde sin kundemasse, eller om noe av fordelene knyttet til nettverkseffekter kan forsvinne. Det er små byttekostnader mellom ulike typer av nødvendighetsgoder, og markedsandelene kan derfor fort endre seg i fremtiden. I lys av denne usikkerheten, velger vi å nedjustere den syntetiske ratingen til BBB.

7. Avkastningskrav

7.1 Generelt om avkastningskrav

Et selskap trenger innskudd av både egenkapital og fremmedkapital for å finansiere selskapets aktiviteter. Kapitalinnskuddene krever følgelig avkastning, som skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko (Kaldestad og Møller, 2016). I lys av dette kreves det beregning av krav til denne avkastningen. Avkastningskrav blir av Gjesdal og Johnsen (1999) definert som:

”DEN FORVENTEDE AVKASTNINGEN KAPITALMARKEDET TILBYR PÅ PLASSERINGEN MED SAMME RISIKO SOM SELSKAPET”

Avkastningskrav brukes både som målestokk for rentabilitet og til diskontering av kontantstrømmer i ulike verdsettelsesmetoder (Knivsfå, 2017i).

Innledningsvis i dette kapitlet vil egenkapitalkravet beregnes gjennom bruk av kapitalverdimodellen. Deretter beregnes krav til finansielle størrelser, før vi avslutningsvis i kapitlet beregner netto driftskrav og sysselsatt kapital. Sysselsatt kapitalkrav er et veid gjennomsnitt av avkastningskravet til kreditor og eier.

7.2 Egenkapitalkravet

Det finnes flere ulike modeller for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen (Kaldestad og Møller, 2016). Arbitrage Pricing Model og Fama-Frenchs trefaktormodell er eksempler på metoder som brukes. Den mest brukte er imidlertid kapitalverdimodellen (Penman, 2013). Det er også denne modellen som vil brukes i denne oppgaven.

Først er det imidlertid naturlig å påpeke hvordan en investor påvirkes av risiko. Ifølge Kaldestad og Møller (2016) står en investor som vurderer å investere i en bestemt aksje overfor to typer risikoer: generell markedsrisiko og bedriftsspesifikk risiko. Den bedriftsspesifikke risikoen omhandler forhold som kun påvirker det gitte selskapet. Denne risikoen kalles gjerne usystematisk risiko. Grunntanken er at denne type risiko kan elimineres ved å diversifisere

investeringene i mange ulike selskaper i flere bransjer. Investorene benytter seg da av at positive og negative hendelser jevner hverandre ut.

Den generelle markedsrisikoen er systematisk risiko som påvirker alle selskaper. Kaldestad og Møller (2016) nevner konjunkturutvikling, rentenivå og arbeidsledighet som eksempler. Det følger av dette at en del av variasjonen i selskapenes aksjekurs kan forklares med at selskapene påvirkes i samme retningen grunnet eksempelvis konjunkturutvikling.

Med dette til grunn antas det at en rasjonell investor kun vil sitte igjen med generell markedsrisiko, noe som fører til et lavere avkastningskrav enn en investor som satser alle penger i et prosjekt (Kaldestad og Møller, 2016).

Det følger av ovennevnte diskusjon at det bare er den systematiske risikoen som er relevant ved beregning av avkastningskravet (Knivsflå, 2017i). I markedslivevekt kan vi derfor bare få betalt for å bære denne type risiko. Tanken bygger på en forutsetning om at usystematisk risiko kan diversifiseres bort, og markedet gir derfor ingen kompensasjon for denne risikoen.

Avkastningskravet kan formuleres på generelt grunnlag som vist under. Modellen kalles gjerne faktorprismodellen:

$$k = r_f + \beta(r_F - r_f) + ilp$$

k = avkastningskrav, r_f = risikofri rente, $(r_F - r_f)$ = faktorrisikopremien, ilp = illikviditetspremie

Faktorprispremien representerer premien til en investering med sensitivitet lik 0. Det kan i følge Knivsflå (2017i) være flere ulike kilder til systematisk risiko. Dette kan eksempelvis være markedsrisiko, markedssvikt eller illikviditet.

Kapitalverdimodellen er et spesialtilfelle av faktorrisikomodellen vist over (Knivsflå, 2017i):

$$ekk = r_f + \beta_{EK}(r_m - r_f) + ilp$$

ekk = egenkapitalkrav, r_f = risikofri rente, β_{EK} = egenkapitalbeta, $(r_m - r_f)$ = markedsrisikopremie, ilp = illikviditetspremie

Kapitalverdimodellen bygger på en rekke forutsetninger. For det første forutsettes det at det ikke eksisterer transaksjonskostnader (Damodaran, 2012). Videre kreves det at alle parter har tilgang til den samme informasjonen og at aksjekursene reflekterer all offentlig informasjon, noe som gir investorer mulighet for å finne over- og undervurderte eiendeler. Disse forutsetningene legger til rette for at investorer kan diversifisere uten ekstra kostnader. Det følger av dette at rasjonelle investorers porteføljer er veldiversifiserte på bakgrunn av riktig prising. Denne porteføljen kalles markedsporteføljen, og dens avkastning representeres gjennom r_m i formelen for egenkapitalkravet. Ettersom diversifisering reduserer den bransjespesifikke risikoen og det alle eiendeler kan handles uten ekstra kostnader, viser Damodaran (2012) til at den logiske tilnærmingen vil være å ha en portefølje aksjer fra mange ulike bransjer. Damodaran (2012) tilføyer at dette er en teoretisk fremstilling, og at investorer i praksis møter fallende marginalnytte jo flere selskaper som inkluderer i porteføljen. En annen innvending mot kapitalverdimodellen er betaverdien er den eneste faktoren som er selskapsesifikk, og kan således betegnes som noe abstrakt. Damodaran (2012) argumenterer likevel for at modellen er den beste grunnet dens intuitive sammenhenger og mangelen på andre passende modeller.

I det følgende vil vi diskutere de ulike komponentene som brukes i modellen. I tur og orden presenterer vi beregningene knyttet til risikofri rente, markedsrisikopremie og egenkapitalbeta. I tillegg må det tas hensyn til at markedet ikke er perfekt. En illikviditetspremie må derfor inkluderes i egenkapitalkravet. En nærmere diskusjon rundt dette følger senere.

7.2.1 Risikofri rente

Risikofri rente er en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs eller mislighetsrisiko (Kaldestad og Møller, 2016). Damodaran (2012) forklarer risikofri rente som et mål på den avkastning vi med sikkerhet vet vil finne sted. Han presiserer to forhold som må være tilstede for at den faktiske avkastningen skal være lik den forventede avkastningen. For det første sier at det ikke kan foreligge risiko for mislighold. Det andre forholdet er at det ikke kan være reinvesteringsrisiko knyttet til investeringene. Dette

betyr at forventningene om fremtidsavkastningen ikke kan være eksponert for endringer i rentenivået i kommende perioder.

Kaldestad og Møller (2016) påpeker at statsobligasjoner er det nærmeste man kommer definisjonen av risikofri rente. Det finnes både kortsiktige og langsiktige statsobligasjonsrenter. Kortsiktige statsobligasjonsrenter være hensiktsmessig i kortsiktige analyser. Ulempen med kortsiktig rente er at denne svinger mer enn en lang rente, og at avkastningskravet derfor blir mer ustabil. I tillegg påpeker Kaldestad og Møller (2016) at kort rente ikke er lik forventet lang rente. I denne sammenhengen argumenterer Damodaran (2012) for at langsiktige investeringsanalyser bør gjøres ved bruk av langsiktige statsobligasjoner. Disse gir mindre variasjon og gir følgelig et mer stabilt avkastningskrav. Med utgangspunkt i en "evig" levetid for selskapene, vil durasjonen på lang rente være mer passende med kontantstrømmen til selskapet som verdsettes (Kaldestad og Møller, 2016).

Denne metoden er imidlertid lite optimal i tilfeller hvor langsiktig rente er mye høyere enn kortsiktig rente, eller hvis en stor andel av kontantstrømmene kommer tidlig i perioden. Forskjellen bør ikke overstige 2-3 % (Damodaran, 2012). Ulempen i slike tilfeller knytter seg til at det i den langsiktige renten kan være innbakt både en likviditetspremie og en premie for inflasjonsrisiko. Likviditetspremien er gjerne et resultat av lite likviditet i de lange rentepapirene, og investorer krever da en premie for ikke å kunne selge når han vil (Kaldestad og Møller, 2016). Når det gjelder inflasjonsforventningene i den risikofrie renten, bør disse tilsvare de som benyttes i kontantstrømprognosen.

Per 24. oktober 2017 er renten for norske statsobligasjoner som forfaller om 10 år 1,70 % (norges-bank.no, 2017). Til sammenligning er verdien til 3-årige statsobligasjoner 0,88 prosentpoeng lavere. Det forventes også en økning av renten i perioden fremover, opp fra dagens historisk lave nivå. Med dette til grunn, finner vi det naturlig å velge tiårige norske statsobligasjoner i beregningen av risikofri rente.

Videre problematiserer Damodaran (2012) hvorvidt statsobligasjonene virkelig ikke har misligholdsrisiko. Myndigheter i visse land kan oppfattes som kapable til å misligholde selv egne lån. Kombinert med det faktum at ikke alle myndigheter gir ut langsiktige lån i den lokale valutaen, kan det argumenteres for å trekke fra en risikopremie. Vanlig praksis er å benytte lands syntetiske rating på samme måte som ratingen ble brukt på selskapsnivå i kapittel 6. Norge har AAA-rating, hvilket gir en risikopremie på 0,6 %. Det kan argumenteres for at det

er kontroversielt å trekke fra risikopremie på statsobligasjonsrenten. Særlig kan dette virke unaturlig i Norge, da det må sies å være lite sannsynlig at det norske stat ikke skal være i stand til å betale tilbake lånet (finansportalen.no, 2017) I land med usikker økonomi kan det virke mer naturlig å inkludere en slik premie. Dette vil reflekteres gjennom en svakere syntetisk rating og følgelig høyere risikopremie. I vårt konkrete tilfelle utgjør risikopremien rundt en tredjedel av de langsiktige statsobligasjonene. Premien vil dermed ha betydelig effekt på avkastningskravet til egenkapitalen og i neste omgang verdsettelsen.

Tabell 7-1 viser beregningen av den risikofrie renten. Da rentabilitetsberegningene i kapittel 8 er etter skatt, beregner vi også risikofri rente etter skatt. Gjennomsnittlig risikofrirente over analyseperioden er 1,0 %, hvilket bekrefter det historisk lavere rentenivået de siste årene. Særlig merker vi oss det store fallet i statsobligasjonene fra 2014 til 2015. Dette resulterer i en halvert risikofri rente i 2015. I de to neste årene stabiliserer de tiårige statsobligasjonene seg rundt 1,5 %, hvilket gir en jevnt, lav risikofri rente.

Risikofri rente	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
10 års statsobligasjon	0,025	0,016	0,013	0,017	0,018
Risikopremie	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
Risikofri rente før skatt	0,019	0,010	0,007	0,011	0,012
Skatt	0,005	0,003	0,002	0,003	0,002
Risikofri rente etter skatt	0,014	0,007	0,005	0,008	0,010

Tabell 7-1: risikofri rente i årene 2014-2017T

7.2.2 Markedsrisikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen finansielle investorer i aksjemarkedet forventer å få sammenlignet med den risikofrie renten (Kaldestad og Møller, 2016).

$$\text{Markedets risikopremie} = (r_F - r_f)(1 - s)$$

Kaldestad og Møller (2016) presenterer tre ulike metoder for å estimere markedets risikopremie. Den mest utbredte i praksis er å analysere historisk avkastning på aksjer relativt til risikofri rente. Det vanlige er å sammenligne med statsobligasjoner. Estimatenes knyttet til beregningen av denne premien varierer som følge av tidsperioden og hvilke statsobligasjoner som legges til grunn, samt om beregningen baseres på aritmetisk eller geometrisk gjennomsnittsberegning (Damodaran, 2012). I tillegg kan det argumenteres for at risikopremien i fremtiden må antas å bli lavere enn hva den har vært historisk (Kaldestad og

Møller, 2016). Dette kommer av at en rekke historiske hendelser neppe inntreffer på nytt. Eksempelvis gjelder dette forhold som svært høy produktivitetsvekst, reduksjon i risikonivå som følge av ustabile samfunnsforhold, samt økte muligheter for diversifisering og innhenting av likviditet i markedet. Kaldestad og Møller argumenterer imidlertid for at de økte diversifiseringsmulighetene som følge av et utbedret kapitalmarked, kan reduseres noe grunnet at børsene i dag beveger seg mer i takt. Det kan også være problematisk at utvalget i undersøkelser er ”biased”, i form av at bare selskaper som har overlevd undersøkes. Endringer i skatteregler er også uheldig ettersom det er avkastningen etter skatt som er relevant for investorene (Kaldestad og Møller, 2016).

Den andre metoden går ut på å regne baklengs og slik estimere hvilken risikopremie dagens aksjekurser impliserer (Kaldestad og Møller, 2016). Det tas utgangspunkt i at dagens utbytnivå er et estimat på kontantstrøm. Kapitalverdimodellen kan da benyttes til å estimere avkastningskravet:

$$Verdi = \frac{Kontantstrøm}{Avkastningskrav - vekstfaktor} = \frac{Utbytte}{R_f + \beta \cdot R_p - vekstfaktor}$$

Modellen kan utbroderes ytterligere ved å ha en prognoseperiode på noen år før Gordons vekstformel benyttes til å regne ut terminalleddet. Fordelen er at modellen setter premien fremover i fokus. Dette gjør at man inkluderer forventninger om fremtidige markedsforhold. Eksempelvis kan dette gjelde forventninger om økt rente i kommende perioder. Den fanger også opp at premien svinger over tid. Dette kan samtidig nevnes å være en svakhet ved modellen. Den gir volatile resultater og er svært sensitiv for endringer i input. Videre forutsettes det at markedet bruker tilnærmet samme verdsettelsesmodell som målemetoden anvender. Ofte er dette usikkert (Kaldestad og Møller, 2016). Det kan også virke urimelig å bruke Gordons formel i situasjoner hvor man antar normaliserer seg i løpet av noen få år.

Den tredje metoden er spørreundersøkelse blant investorer og akademikere (Kaldestad og Møller, 2016). Estimatenes relevans beror på hvor representative deltagerne er for markedet. Også denne metoden er fremtidsrettet, og således uavhengig av historiske data. Imidlertid er en mulig svakhet at deltagerne lett kan la seg påvirke av de siste års utvikling. Kaldestad og Møller (2016) oppfordrer derfor til varsomhet med bruk av metoden. Samtidig understreker de usikkerheten knyttet til beregning av markedets risikopremie, uansett metode. I perioder med optimisme er premien gjerne rundt 3 %, mens den i perioder med pessimisme kan nærme

seg 7 %. Totalt sett trekker deres argumentasjon i retning av den langsiktig premie innenfor intervallet 4-5 %. En undersøkelse fra PwC i samarbeid Norske Finansanalytikeres Forening, viser at norske finansanalytikere vurderer at markedsrisikopremien i det norske markedet er rundt 5 % (Nguyen, Fastbø, Carnejo, Ellingsen, & Mjelde, 2016). Et annet resultat av undersøkelsen er at flere og flere benytter tiårig statsobligasjon som kilde til risikofri rente. Ifølge Damodaran beregninger er imidlertid premien noe høyere, da han mener 5,69 % er et passende estimat (Damodaran, 2017a)

Beregningen av markedsrisikopremien i vår oppgave er vist i tabell 7-2 under. Markedsrisikopremien er beregnet etter skatt og er normalisert for å sikre konsistens, i og med at egenkapitalrentabiliteten i kapittel 8 normaliseres (Knivsflå, 2017i). Med argumentene nevnt i avsnittene over til grunn, har vi valgt å la markedsrisikopremien være en vektet sum av markedsrisikopremier beregnet med henholdsvis kortsiktig og langsiktig perspektiv. Dette gir en gjennomsnittlig markedsrisikopremie på 4,8 % over analyseperioden, som også er innenfor Johnsen og Gjesdals (1999) anbefaling på 4-5 %

Markedsrisiko	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Kortsiktig perspektiv etter skatt	0,037	0,042	0,043	0,043	0,041
Vekt	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250
Langsiktig perspektiv etter skatt	0,049	0,050	0,050	0,050	0,050
Vekt	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750
Estimert markedsrisikopremie etter skatt	0,046	0,048	0,048	0,048	0,048

Tabell 7-2: Estimert markedsrisikopremie etter skatt

7.2.3 Beta

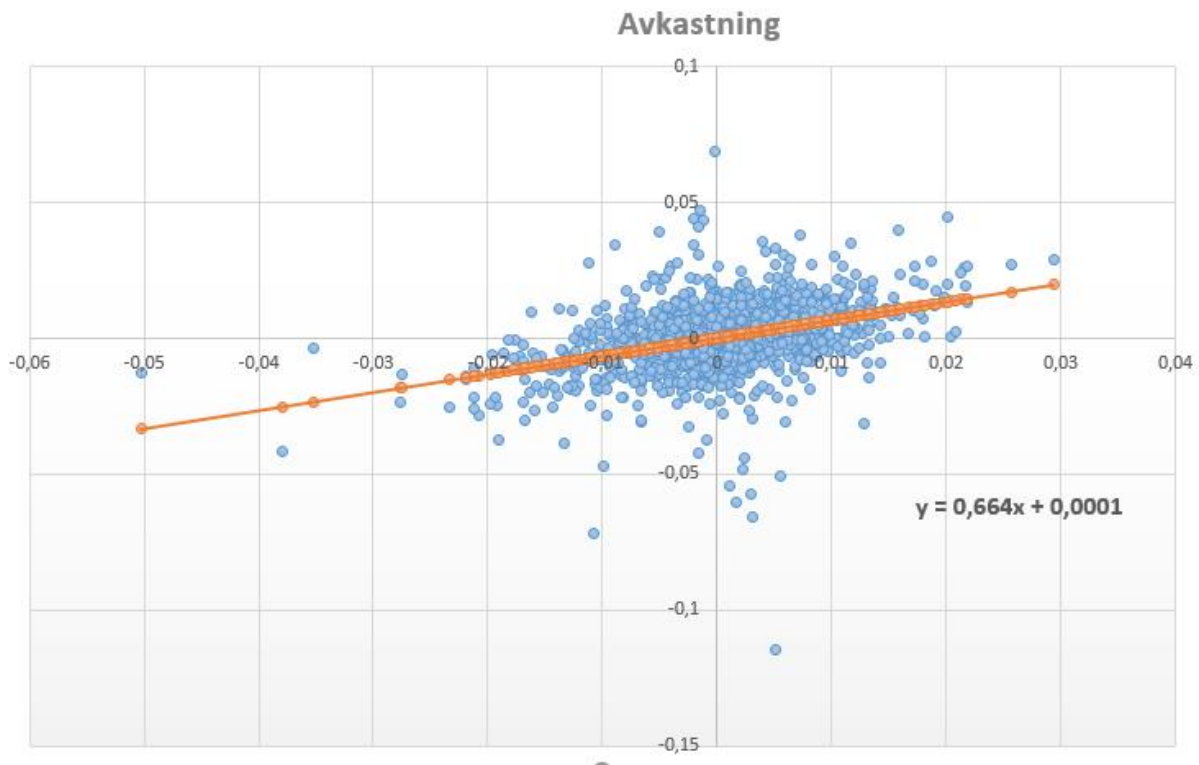
Beta er ifølge Kaldestad og Møller (2016) et mål på den enkelte aksjes risiko relativt til aksjemarkedet, og hvor eksponert man er for den generelle markedsrisikoen. Det enkelte selskaps beta bestemmes av aksjekursens relative volatilitet i forhold til aksjemarkedet. Størrelsen kan estimeres ved å dividere kovariansen mellom aksjen og aksjemarkedet på variansen på aksjemarkedet:

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

Den tradisjonelle måten å estimere beta på er å utføre en regresjonsanalyse og studere sammenhengen mellom selskapet aksjekurs og markedsporteføljens aksjekurs (Damodaran, 2012). Damodaran (2012) nevner at denne markedsporteføljen bør inkludere alle selskaper, men at man i praksis bruker ulike indekser. Valget av indeks blir dermed avgjørende for analysen. Det er sentralt å legge til grunn en globalt diversifisert investor, noe som taler i favør av å kjøre regresjonsanalysen mot en verdensindeks (Kaldestad og Møller, 2016). Det kan eksempelvis være problematisk å legge til grunn Oslo Børs som sammenligningsgrunnlag for norske selskaper. Dette kommer av at denne indeksen er vektet mot oljerelatert industri. Vi har i denne oppgaven sammenlignet Orklas aksjekurs mot både Oslo Børs og verdensindeksen MSCI. Det viste seg at valg av indeks til sammenligning utgjør en forskjell, men at den er minimal i denne oppgaven.

Når det gjelder valg av analyseperiode, mener Kaldestad og Møller (2016) at man bør velge en periode på over tre år og gjerne månedlige observasjoner. Fordelen med å ha en viss lengde på tidsserien er at man får sett samvariasjonen mellom selskapet og indeksen gjennom både opp- og nedgangstider. På kort sikt kan derimot selskapsspesifikke hendelser påvirke betaen. På den annen side kan det at man reduserer støy ved å bruke en lengre tidsperiode fort gå på bekostning av relevans (Kaldestad og Møller, 2016). Med dette til grunn, har vi i regresjonen av Orkla brukt aksjekursen for de siste fem årene.

Vi utfører regresjon både ved bruk av daglige og månedlige kursnoteringer. Under vises regresjonsresultatet ved bruk av daglige noteringer for de siste fem årene, og med verdensindeksen som sammenligningsgrunnlag.



Figur 7-1: Regresjonsanalyse av avkastningen til Orkla-aksjen mot verdensindeksen MSCI

Regresjonsstatistikk	
Multiple R	0,379002739
R Square	0,143643076
Adjusted R Square	0,143080424
Standard Error	0,011134246
Observations	1524

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	0,031649449	0,031649	255,2963	3,02447E-53
Residual	1522	0,188684521	0,000124		
Total	1523	0,22033397			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0,000140715	0,000285602	0,492696	0,622299	-0,0004195	0,00070093	-0,0004195	0,00070093
X Variable 1	0,663979811	0,041555892	15,97799	3,02E-53	0,582466938	0,745492684	0,582466938	0,745492684

Figur 7-2: Utdata fra regresjonsanalysen. Orkla-aksjen mot MSCI-indeksen

Ved sammenligning mot verdensindeksen, får vi ved bruk av daglige noteringer en beta på 0,66, mens månedlige noteringer gir 0,34. Som nevnt, argumenterer Kaldestad og Møller for bruk av månedlige observasjoner ettersom dette reduserer støy. På den annen side kan bruk av daglige noteringer fange opp perioder der aksjen eksempelvis ikke omsettes like mye. I

vurderingen av hvilken betaverdi oppgaven bør benytte i det videre, kan det være fornuftig å sammenligne med eksterne kilder. Damodaran utførte i januar 2017 en analyse av bransjespesifikke betaverdier (Damodaran, 2017b). Bransjen han definerer som ”food processing” oppgis å ha en ”unlevered beta” på 0,61. Vi finner det rimelig at Orkla på lengre sikt har en beta nær bransjens, og velger derfor å benytte oss av regresjonsresultatet med bruk av daglige noteringer. Figur 7-2 viser at dette gir en egenkapitalbeta på 0,66.

Dette impliserer at Orklas aksjekurs stiger med 0,66 om verdensindeksen stiger med 1. Over tid tenderer et gitt selskaps beta til å bevege seg mot gjennomsnittsbetaen, som er 1 (Damodaran, 2012). Dette kommer av at selskapene blir diversifiserte i sitt produktutvalg og kundebase ettersom de vokser. Grunnet dette er en vanlig prosess å vekte råbetaen fra regresjonsanalysen. Resultatene fra regresjonsanalysen blir dermed gjort mindre ekstremt (Knivsflå, 2017i). Ifølge Damodaran er det vanlig å vekte råbetaen med 2/3, mens man tillegger gjennomsnittsbetaen på 1 en vekt på 1/3. Selv mener Damodaran at dette i større grad handler om arbitrasje enn at prosessen er særlig nyttig (Damodaran, 2012). Vektingsprosessen kan illustreres slik:

$$\text{Justert beta} = \frac{2}{3} \cdot \beta + \frac{1}{3} \cdot 1$$

Ved å sette inn råbetaen på 0,66 i formelen over, får vi en justert beta på 0,77. Verdt å merke seg er den lave forklaringskraften i regresjonen, jamfør figur 7-1. Regresjon av daglige observasjoner mot verdensindeksen en forklaringskraft på 14,3 %.

7.2.4 Illikviditetspremie

En eventuell illikviditetspremie skal kompensere investor for innlåsningsrisikoen ved en illikvid plassering, det vil si at det kan bli relativt dyrt eller vanskelig å komme seg ut av aksjen (Kaldestad og Møller, 2016). Ifølge Knivsflå (2017i) er størrelsen på illikviditetspremien avhengig av graden av markedssvikt, spesifikk selskapsrisiko knyttet til den aktuelle virksomheten, samt størrelsen og hvilket land den er plassert i. I henhold til Knivsflås rammeverk understrekes det at dette er en skjønnsmessig vurdering i mangel av en enkel teori. I vurderingen av om det bør tillegges en illikviditetspremie i egenkapitalkravet til Orkla, er et sentralt forhold at er et av de største og mest omsatte selskapene på Oslo børs.

Innlåsningsrisikoen må dermed sies å være lav, noe som taler for en lav illikviditetspremie (oslobors.no, 2017)

I lys av dette velger vi å sette illikviditetspremien til majoriteten i Orkla til 1.0 %. En naturlig forutsetning er at minoriteten i selskapet er noe mer innelåst (Knivsflå, 2017i). I Orkla består minoritetsinteressene stort sett om egenkapitalinvesteringer i Orklas datterselskaper. Dette er handel som ikke går gjennom børsen, og aksjene er dermed mindre likvide. Vi velger derfor å sette premien til minoriteten til 3,0 %.

7.2.5 Beregning av årlig egenkapitalbeta

I henhold til Miller-Mogliani-teoremet er verdien av selskapet uavhengig av finansieringen (Kaldestad og Møller, 2016). Dette innebærer at betaen til netto driftskapitalen også er uavhengig av finansieringen, og vi kan dermed forutsette at netto driftsbeta er konstant over analyseperioden (Knivsflå, 2017i). Eksempelvis vil en økning i egenkapitalandelen implisere redusert kreditorrisiko og dermed lavere netto finansielt gjeldskrav. Med disse forutsetningene til grunn, kan vi beregne egenkapitalbetaen for hvert av årene i analyseperioden som vist under:

Netto driftsbeta	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Egenkapitalbeta	0,778	0,758	0,778	0,762	0,769
* EK/NDK	1,087	1,257	1,195	1,138	1,169
+ Egenkapitalbeta	0,778	0,758	0,778	0,762	0,776
* MI/NDK	0,010	0,009	0,014	0,012	0,011
NFG-Beta * (NFG/NC)	-0,379	-0,486	-0,466	-0,402	-0,433
Netto driftsbeta	0,474	0,474	0,474	0,474	0,474

Tabell 7-3: Netto driftsbeta for Orkla i årene 2014-2017T

7.2.6 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

Innledningsvis viste vi at egenkapitalkravet ved hjelp av Kapitalverdimodellen kan skrives slik:

$$kk = r_f + \beta_{EK}(r_m - r_f) + ilp$$

Vi har nå beregnet de ulike størrelsene og kan dermed vise egenkapitalkravet til Orkla for hvert av årene i analyseperioden. Den årlige utviklingen viser i tabell 7-4 under:

Egenkapitalkrav etter skatt	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Risikofrirente etter skatt	0,014	0,007	0,005	0,008	0,009
+ Justert BETA	0,778	0,758	0,778	0,762	0,769
* Risikopremie etter skatt	0,046	0,048	0,048	0,048	0,048
= Egenkapitalkrav	0,050	0,043	0,043	0,045	0,045
+ Illikviditetspremie majoritet	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
= Egenkapitalkrav etter skatt	0,060	0,053	0,053	0,055	0,055

Tabell 7-4: Orklas egenkapitalkrav etter skatt i årene 2014-2017T

Vi observerer at det gjennomsnittlige egenkapitalkravet er 5,5 %. Kravets størrelse bærer preg av et historisk lavt rentenivå. Dette forholdet vil bli videre diskutert i kapittel 10.1.1.

Videre kan vi nå beregne kravet til minoriteten ved å legge til illikviditetspremien, jamfør diskusjonen i 7.2.4.

Minoritetskrav	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	0,060	0,053	0,053	0,055	0,055
+ Likviditetspremie	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
= Minoritetskrav	0,090	0,083	0,083	0,085	0,085

Tabell 7-5: Minoritetskrav i Orkla i årene 2014-2017T

7.3 Finansielle krav

Knivsflå (2017i) definerer kredittrisiko som den risiko långiver har for at lånet pluss det avtalte rentebeløpet blir misligholdt, noe som gir långiver tap i form av gjeldsforhandling eller konkurs. Videre påpeker han at markedsrisikoen er en del av denne kredittrisikoen ettersom samvariasjonen med markedet er helt sentralt. Beste situasjon for långiver er at lån og rente blir tilbakebetalt. Slik sett er kreditor, i motsetning til aksjonæren, ingen oppside (Kaldestad og Møller, 2016). Nedsiden representert ved faren for mislighold er på den annen side stor. Dette innebærer at den forventede avkastningen på lånet er lavere enn renten selskapet betaler. Disse to er kun like hvis det ikke eksisterer mulighet for mislighold. Kredittrisiko kan ikke diversifiseres bort, og er således systematisk. Det følger dermed at kreditorene krever en premie utover den risikofrie renten. I det videre vil vi vise beregninger av avkastningskravet til finansiell gjeld og gjeld, netto finansielt gjeldskrav, og netto driftskrav.

7.3.1 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet er en sum av den risikofrie renten og en kredittrisikopremie (Knivsflå, 2017i). Denne premien er som nevnt et resultat av at långiver krever en ekstra premie avhengig av sannsynligheten for konkurs og tapsprosenten ved mislighold. Risikofri rente er i likhet med behandlingen under egenkapitalkravet, også her beregnet etter skatt.

$$\text{finansielt gjeldskrav} = r_f \cdot (1 - s) + p \cdot t \cdot (1 - s)$$

$$\text{finansielt gjeldskrav} = r_f + krp_L$$

$$krp_L = \text{langsiktig kredittrisikopremie}$$

Kredittrisikopremien fastsettes på grunnlag av den syntetiske ratingen til gjelden. Vi benytter oss her av Standard & Poors' rammeverk for kredittvurdering. Ettersom Orklas finansielle gjeld i stor grad består av langsiktige låneforpliktelser, jamfør det balansen i kapittel 5, er det naturlig å ta utgangspunkt i rammeverkets langsiktige risikopremie. Tabellen over risikopremiene i Standard & Poor's rammeverk vises under:

Rating	Kort KRP etter skatt	Lang tillegg etter skatt	Lang KRP etter skatt
AAA	0,002	0,004	0,006
AA	0,004	0,004	0,008
A	0,006	0,004	0,010
BBB	0,010	0,004	0,014
BB	0,027	0,004	0,031
B	0,040	0,004	0,044
CCC	0,079	0,004	0,083
CC	0,145	0,004	0,149
C	0,210	0,004	0,214
D	0,276	0,004	0,280

Tabell 7-6: Standard & Poor's rammeverk for beregning av kredittrisikopremie

I kapittel 6.3 beregnet vi Orklas syntetiske rating. Med utgangspunkt i de årlige ratingene, blir det finansielle gjeldskravet for Orkla for hvert av årene i analyseperioden som vist under:

Finansielt gjeldskrav	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Syntetisk rating	BBB+	A-	BBB+	A-	A-
Risikofrirente etter skatt	0,014	0,007	0,005	0,008	0,010
Kreditrisikopremie	0,014	0,010	0,014	0,010	0,012
Finansielt gjeldskrav	0,028	0,017	0,019	0,018	0,022

Tabell 7-7: Orklas finansielle gjeldskrav i årene 2014-2017T

Vi ser at det finansielle gjeldskravet varierer mellom 1,7 % og 2,8 %, noe som gir et gjennomsnittlig krav på 2,2 % over analyseperioden. Sammenlignet med historisk gjeldsrente i analyseperioden på 3,5 %, virker dette kravet å være for lavt. Det finansielle gjeldskravet baserer seg på styringsrente, samt en risikopremie. Hovedårsaken til det lave gjeldskravet synes å være den historisk lave renten. Det vil følgelig tas høye for det historisk lave rentenivået ved utarbeidelse av fremtidskrav.

Selskapets eksponering mot markedsfluktasjoner måles gjennom *gjeldsbetaen*, som kan beskrives slik:

$$Gjeldsbeta = \frac{Kreditrisikopremie \cdot markedsrisikodel}{markedsrisikopremie}$$

Markedsrisikodelen er den delen av kreditrisikopremien som er markedsrelatert (Knivsflå, 2017i). Dette tilsvarer forklaringsvariabelen i vår regresjonsanalyse, som ble vist i kapittel 7.2.3. Denne er 14,6 %. Beregningen av finansiell gjeldsbeta vises i tabell 7-8 under:

Finansiell gjeldsbeta	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Lang kreditrisikopremie	0,014	0,010	0,014	0,010	0,012
/ Markedspremien	0,046	0,048	0,048	0,048	0,048
= Finansiell gjeldsbeta	0,304	0,208	0,290	0,207	0,252
Markedsrisikodel EK	0,146	0,146	0,146	0,146	0,146
* Justeringsfaktor til gjeld	0,330	0,330	0,330	0,330	0,330
= Markedsrisikodel FG	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
Finansiell gjeldsbeta	0,015	0,010	0,014	0,010	0,012

Tabell 7-8: Orklas finansielle gjeldsbeta i årene 2014-2017T

7.3.2 Finansielt eiendelskrav

For å finne kravet til de finansielle eiendelene, deles de finansielle eiendelene inn i følgende tre undergrupper: kontanter og kontantekvivalenter, fordringer og investeringer. Hver av disse undergruppene har sitt eget avkastningskravet, som multipliseres med gruppens andel av de finansielle eiendelene. Deretter finnes finansielt eiendelskrav ved å summere disse størrelsene.

$$fek = kk * \frac{KON}{FE} + fk * \frac{FOR}{FE} + ik * \frac{INV}{FE}$$

fek = finansielt eiendelskrav, kk = kontantkravet, fk = fordringskravet, ik = investeringskravet

$$kk = r_f * (1 - s)$$

$$fk = (r_f * (1 - s)) + krp_{FOR}$$

$$ik = (r_f * (1 - s)) + \beta_{INV} + mrp + ilp$$

fek = finansielt eiendelskrav, kk = kontantkravet, fk = fordringskravet, ik = investeringskravet

Kontantkravet består som vi ser over kun av den risikofrie renten etter skatt. Da fordringer ofte er kortsiktige, tillegges en kortsiktig likviditetspremie i beregningen av fordringskravet. Investeringskravet består, foruten risiko fri rente etter skatt, av investeringsbetaen, markedsrisikopremien og en illikviditetspremie. Vi forutsetter at investeringsbetaen er 1, mens illikviditetspremien antas å være 0. Dette bygger på en forutsetning om at de finansielle investeringene er lett omsettelige, og således inneholder liten innlåsningsrisiko) Knivsflå, 2017i).

Tabell 7-9 viser det finansielle eiendelskravet i analyseperioden:

FE-krav	Formel	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Kontantkrav	$r_f * (1-s)$	0,014	0,007	0,005	0,008	0,010
* Kontantvekt	KON/FE	0,130	0,159	0,046	0,083	0,105
+ Fordringskrav	$r_f * (1-s) + 1\%$	0,024	0,017	0,015	0,018	0,019
* Fordringsvekt	FOR/FE	0,010	0,024	0,025	0,016	0,019
+ Investeringskrav	$r_f * (1-s) + mrp$	0,060	0,055	0,054	0,056	0,056
* Investeringsvekt	INV/FE	0,860	0,817	0,928	0,901	0,876
= Finansielt eiendelskrav	fek	0,054	0,047	0,051	0,052	0,051

Tabell 7-9: Orklas finansielle eiendelskrav i årene 2014-2017T

Vi noterer oss at størrelsen på kravet er forholdsvis jevnt over analyseperioden. Gjennomsnittlig finansielt eiendelskrav er 5,1 %. Det relativt høye kravet til de finansielle eiendelene skyldes den svært høye investeringsandelen. Tabellen viser at hele 87,6 % av de finansielle eiendelene er investeringer. Dette er med på å blåse opp kravet. For øvrig virker det rimelig at det stilles høyere krav til eiendeler som knytter seg til investeringer.

Videre følger beregning av fordringsbetaen, som gjør at vi i neste omgang kan regne oss frem til betaen til de finansielle eiendelene. Som nevnt forutsetter vi at investeringsbetaen er 1, med begrunnelsen at investeringer i utgangspunktet følger markedssvingningene (Knivsflå, 2017i). Kontantbetaen settes til 0 ettersom kontanter og kontantekvivalenter kun består av den risikofrie renten. Beregningene vises i tabell 7-10 under:

Finansiell eiendelsbeta	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Lang kredittrisikopremie	0,014	0,010	0,014	0,010	0,012
- Langtillegget	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
= Kort kredittrisikopremie	0,010	0,006	0,010	0,006	0,008
/ Markedspremie	0,046	0,048	0,048	0,048	0,048
= Fordringsbeta	0,217	0,125	0,207	0,124	0,168
* Markedsrisikodel	0,048	0,048	0,048	0,048	0,0483
= Fordringsbeta	0,011	0,006	0,010	0,006	0,008
Kontantbeta	0	0	0	0	0
* Kontantvekt	0,130	0,159	0,046	0,083	0,105
+ Fordringsbeta	0,011	0,006	0,010	0,006	0,008
* Fordringsvekt	0,010	0,024	0,025	0,016	0,019
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,860	0,817	0,928	0,901	0,876
Finansiell eiendelsbeta	0,860	0,817	0,929	0,901	0,877

Tabell 7-10: Orklas finansielle eiendelsbeta i årene 2014-2017T

7.3.3 Krav til netto finansiell gjeld

Ved å bruke de beregnede betaene og kravene til den finansielle gjelden og eiendelene, kan vi nå beregne kravet til netto finansiell gjeld, samt betaen til netto finansiell gjeld. Kravet er nyttig ettersom vi i den omgrupperte regnskaper presenter de finansielle størrelsene i sammendradd form som netto finansiell gjeld. Netto finansielt gjeldskrav er den vektete differansen mellom kravene til henholdsvis finansiell gjeld og finansielle eiendeler:

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

nfgk = netto finansielt gjeldskrav, fgk = finansielt gjeldskrav, fek = finansielt eiendelskrav, FG = finansiell gjeld, FE = finansielle eiendeler, NFG = netto finansiell gjeld

Kravet til netto finansiell gjeld vises i tabell 7-11 under:

NFG-krav	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Finansielt gjeldskrav	0,028	0,017	0,019	0,018	0,021
Finansiell gjeldsvekt	-3,602	-1,250	-1,424	-1,989	-2,066
Finansielt eiendelskrav	0,054	0,047	0,051	0,052	0,051
Finansiell eiendelsvekt	-4,602	-2,250	-2,424	-2,989	-3,066
Netto finansielt gjeldskrav	0,146	0,083	0,095	0,119	0,111

Tabell 7-11: Orklas netto finansielle gjeldskrav i årene 2014-2017T

7.3.4 Netto finansiell gjeldsbeta

Når vi i neste omgang beregner betaverdien til netto finansiell gjeld i tabell 7-12, ser vi at denne størrelsen er relativt stor. Dette skyldes et høyt krav til de finansielle eiendelene, som igjen skyldes den store andelen investeringer.

Netto finansiell gjeldsbeta	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Finansiell gjeldsbeta	0,015	0,010	0,014	0,010	0,012
* Finansiell gjeldsvekt	-3,602	-1,250	-1,424	-1,989	-2,066
- finansiell eiendelsbeta	0,860	0,817	0,929	0,901	0,877
* finansiell eiendelsvekt	-4,602	-2,250	-2,424	-2,989	-3,066
Netto finansiell gjeldsbeta	3,905	1,825	2,231	2,674	2,663

Tabell 7-12: Orklas netto finansielle gjeldsbeta i årene 2014-2017T

7.3.5 Krav til netto driftskapital og sysselsatt kapital

Avslutningsvis i dette kapittelet vil vise kravene til netto driftskapital og sysselsatt kapital. I kapittel 10 vil fremtidskravene til disse kapitalene beregnes, før disse brukes til diskontering i den fundamentale verddivurderingen i kapittel 11. Netto driftskravet finner vi ved å vekte kravene til egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld med andelen de ulike

balansestørrelsene utgjør av netto driftskapital. Vektene er basert på inngående balansestørrelser. Netto driftskrav er presentert i tabell 7-13:

$$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + mik * \frac{MI}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK}$$

ndk = netto driftskrav, ekk = egenkapitalkrav, EK = egenkapital, NDK = netto driftskapital, mik = minoritetskrav, MI = minoritetsinteresse, nfgk = netto finansielt gjeldskrav, NFG = netto finansiell gjeld

Netto driftskrav	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	0,060	0,053	0,053	0,055	0,055
* Egenkapitalvekt	1,087	1,257	1,195	1,138	1,169
+ Minoritetskrav	0,090	0,083	0,083	0,085	0,085
* Minoritetsvekt	0,010	0,009	0,014	0,012	0,011
+ Netto finansielt gjeldskrav * gjeldsvekt	-0,014	-0,022	-0,020	-0,018	-0,018
Netto driftskrav	0,052	0,046	0,045	0,046	0,047

Tabell 7-13: Orklas netto driftskrav i årene 2014-2017T

Vi observerer at netto driftskravet er stabilt gjennom analyseperioden, og er i gjennomsnitt 4,7 %. Dette skyldes blant annet et nokså stabilt egenkapitalkrav.

Sysselsatt kapitalkrav beregnes ved å vekte egenkapitalkrav, minoritetskrav og kravet til finansiell gjeld:

$$ssk = ekk * \frac{EK}{SSK} + mik * \frac{MI}{SSK} + nfgk * \frac{FG}{SSK}$$

ssk = sysselsatt kapitalkrav, ekk = egenkapitalkrav, SSK = sysselsatt kapital, mik = minoritetskrav, MI = minoritetsinteresse, nfgk = netto finansielt gjeldskrav, FG = finansiell gjeld

Sysselsatt kapitalkrav	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	0,060	0,053	0,053	0,055	0,055
* EK/SSK	0,752	0,786	0,794	0,785	0,779
+ Krav til minoritet	0,090	0,083	0,083	0,085	0,085
* MIN/SSK	0,007	0,006	0,009	0,009	0,007
+ Krav til finansiell gjeld	0,028	0,017	0,019	0,018	0,021
* FG/SSK	0,242	0,208	0,197	0,206	0,213
Sysselsatt kapitalkrav	0,052	0,046	0,047	0,047	0,048

Tabell 7-14: Orklas sysselsatte kapitalkrav i årene 2014-2017T

Av tabell 7-14 ser vi at kravet til sysselsatt kapital er jevnt over analyseperioden, med et gjennomsnitt på 4,8 %. Vi kan nå oppsummere kapittelet om avkastningskrav ved å liste opp

de beregnede kravene. Disse vises i tabell 7-15. Kravene kan nå i neste omgang brukes til rentabilitetsbetraktninger i kapittel 8.

Historiske avkastningskrav	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt	15 %	25 %	30 %	30 %	100 %
Egenkapitalkrav	0,060	0,053	0,053	0,055	0,055
Minoritetskrav	0,090	0,083	0,083	0,085	0,085
Finansielt gjeldskrav	0,028	0,017	0,019	0,018	0,020
Netto finansielt gjeldskrav	0,146	0,083	0,095	0,119	0,107
Netto driftskrav	0,052	0,046	0,045	0,046	0,046
Sysselsatt kapitalkrav	0,052	0,046	0,047	0,047	0,048
Finansielt eiendelskrav	0,054	0,047	0,051	0,052	0,050

Tabell 7-15: Historiske avkastningskrav beregnet i dette kapittelet

8. Lønnsomhetsanalyse

I dette kapitlet skal vi gjennomføre en lønnsomhetsanalyse av Orkla ved å utføre en strategisk rentabilitetsmåling. Rentabilitet er et ofte brukt mål på lønnsomhet, og måler den prosentvise avkastningen på investert kapital (Damodaran, 2012). Dette gjør det mulig å sammenligne lønnsomhet over tid og mellom selskaper (Knivsflå, 2017j).

Generelt kan vi uttrykke rentabilitet slik:

$$\text{Rentabilitet, } r = \frac{\text{Resultat til kapital}}{\text{Kapital}}$$

Resultat til kapital kan være fullstendig eller normalisert (Knivsflå, 2017j). Da normalisert rentabilitet er mest relevant for budsjettering, fremskrivning og verdsettelse, vil vi i denne oppgaven bruke forholdet mellom normalisert nettoresultat og kapital som rentabilitetsmål.

$$\text{Normalisert rentabilitet, } r = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapital}}{\text{Kapital}}$$

Det skilles gjerne mellom tradisjonell rentabilitetsanalyse og strategisk rentabilitetsanalyse. Forskjellen er at den strategiske rentabilitetsanalysen studerer rentabiliteten i forhold til avkastningskravet, mens den tradisjonelle varianten kun viser absolutte nivåer av lønnsomhet. Dette gjør den strategiske rentabilitetsmetoden passende for vårt formål, hvor vi kan studere Orklas lønnsomhet opp i mot kravet som settes til kapitalen og i tillegg benytte bransjegjennomsnittet som en annen relativ målestokk.

Utgangspunktet for lønnsomhetsanalysen er egenkapitalrentabiliteten, som sammenlignes med egenkapitalkravet vi utledet i kapittel 7. Slik finner vi ut om Orkla har superprofitt, eller det vi kaller en strategisk fordel. Deretter vil den strategiske fordelen dekomponeres for å finne kildene til fordelene.

8.1 Strategisk fordel

Et selskap har en strategisk fordel når egenkapitalrentabiliteten er større enn egenkapitalkravet. I det motsatte tilfellet har selskapet en strategisk ulempe. Den strategiske fordelten går gjerne også under navnet superrentabilitet. Sammenhengen kan illustreres slik:

$$\text{Strategisk fordel} = \text{Egenkapitalrentabilitet} - \text{Egenkapitalkrav}$$

Egenkapitalrentabilitet	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Nettoreultat til EK	2 294	3 753	4 429	4 426	3 939
Egenkapital	33 822	34 402	36 672	36 817	35 720
Egenkapitalrentabilitet	0,068	0,109	0,121	0,120	0,110

Tabell 8-1: Orklas egenkapitalrentabilitet i årene 2014-2017T

Tabellen ovenfor viser at Orklas rentabilitet de siste fire årene. Egenkapitalen er jevnt økende, men vi noterer oss også at nettoresultatet til egenkapitalen øker prostenvis om lag like mye. Dette medfører at rentabiliteten har vært jevnt økende fra 6,8 % til 12,0 %, noe som gir et tidsvektet gjennomsnitt på 11,0 %.

Superprofitten til egenkapitalen kan sikres som:

$$ekr - ekk = (ekr_B - ekk_B) + (ekr - ekr_B) + (ekk_B - ekk)$$

$$ekr = \text{egenkapitalrentabilitet}, ekk = \text{egenkapitalkrav}.$$

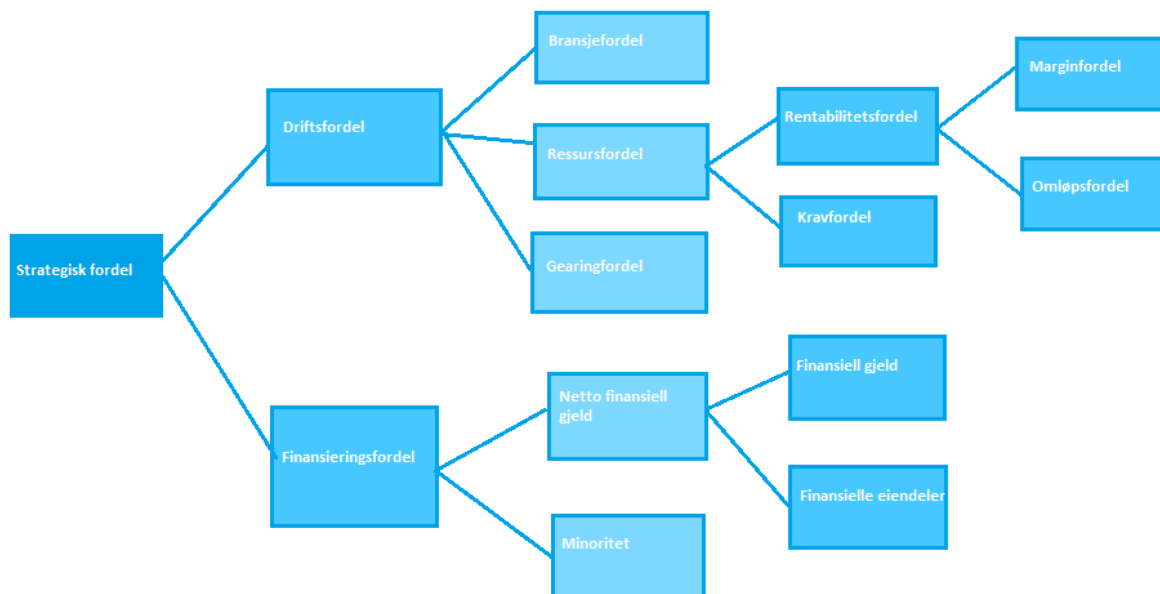
Ved å studere rentabiliteten for hvert enkelt år opp mot egenkapitalkravet for hvert enkelt år, funnet i kapittel 7, finner vi superrentabiliteten til egenkapitalen. Tabell 8-2 viser at Orkla har en strategisk fordel i alle de siste fire årene. Fordelen var i 2014 lav, da rentabiliteten til egenkapitalen bare var 0,8 % større enn egenkapitalkravet. I 2016 og i 2017 har superprofitten vært relativt stabil, med henholdsvis 6,8 % og 6,6 %. Totalt sett gir vektning av disse fire årene en tidsvektet strategisk fordel på 5,5 %.

Superrentabilitet til EK	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Egenkapitalrentabilitet	0,068	0,109	0,121	0,120	0,110
Egenkapitalkrav	0,060	0,053	0,053	0,055	0,055
Superrentabilitet til EK	0,008	0,056	0,068	0,066	0,055

Tabell 8-2: Orklas superrentabilitet til egenkapitalen i årene 2014-2017T

8.1.1 Rammeverk for drifts- og finansieringsanalyse

I det følgende vil vi gjøre et dypere analyse for å utlede årsakene som ligger bak Orklas strategiske fordel. Dette gjøres ved å dekomponere den strategiske fordelen i ekstern bransjefordel, intern ressursfordel og egenkapitalfordel (Knivsflå, 2017j)



Figur 8-1: Dekomponering av strategisk fordel etter Knivsflås (2017) rammeverk

Vi vil forklare de ulike komponentene og tallfeste Orklas fordel i de ulike grenene av figuren over. Vi starter med driftsfordelen, før vi ser nærmere på finansieringsfordelen. Til slutt oppsummerer vi hvordan de ulike komponentene summerer seg til Orklas strategiske fordel.

8.2 Driftsfordel

Driftsfordelen er den viktigste kilden til en strategisk fordel (Knivsfå, 2017j). Dette henger sammen med at det er vanskelig å skaffe seg fordeler i finansmarkedet. I analysen av Orklas lønnsomhet vil derfor studier av selskapets drift sammenlignet med bransjen være sentral. Driftsfordelen deles etter rammeverket inn i en bransjefordel, ressursfordel og en gearingfordel.

Dekomponeringen av driftsfordelen vises under:

$$\begin{aligned} \text{Driftsfordel} &= \text{Ren driftsfordel} + \text{gearingfordel} \\ &= (\text{ndr} - \text{ndk}) + (\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig}) \end{aligned}$$

ndr = netto driftsrentabilitet, ndk = netto driftskrav, nfgg = netto finansiell gjeldsgrad, mig = minoritetsgrad

Bransjefordelen og ressursfordelen i drift utgjør den rene driftsfordelen, også kalt den strategiske driftsfordelen. Videre kan ressursfordelen deles i rentabilitetsfordel og kravfordel, hvor rentabilitetsfordelen ytterligere kan dekomponeres i marginfordel og omløpsfordel.

Når det gjelder lønnsomhetsanalysen, er det ikke uvanlig å anta at bransjens netto driftskrav er tilnærmet lik det aktuelle selskapets avkastningskrav. Forutsetningen bygger da på at selskapene har flere likhetstrekk med selskapet. I denne oppgaven har vi derimot samlet informasjon fra de komparative selskapene og formulert et eget avkastningskrav til bransjeselskapene. Dette gjør at vi kan splitte ressursfordelen i en rentabilitetsfordel og i en kravfordel. Som vi skal se under er imidlertid forskjellen mellom kravene minimal.

Vi starter med en analyse av den rene driftsfordelen.

$$\text{Ren driftsfordel} = \text{ndr} - \text{ndk}$$

$$\text{Ren driftsfordel} = (\text{ndr}_B - \text{ndk}_B) + (\text{ndr} - \text{ndr}_B) + (\text{nkk}_B - \text{nkk})$$

Ren driftsfordel	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Netto driftsrentabilitet	0,084	0,108	0,112	0,111	0,106
Netto driftskrav	0,052	0,046	0,045	0,046	0,046
Ren driftsfordel	0,033	0,062	0,067	0,065	0,060

Tabell 8-3: Ren driftsfordel i Orkla i årene 2014-2017T

Ut i fra det tidsvektede gjennomsnittet i tabell 8-3 ser vi at Orkla har hatt en ren driftsfordel på 6,0 % for måleperioden. Vi noterer oss særlig at både rentabilitet og kravet til driften har vært stabilt de siste årene. Vi vil komme nærmere tilbake til en diskusjon av dette under fremskrivning i kapittel 9, men kanskje tyder dette på at markedet nærmer seg en steady state-fase. Vi vil i det videre dekomponere den rene driftsfordelen i bransjefordel og ressursfordel.

8.2.1 Bransjefordel drift

Bransjefordel drift	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Netto driftsrentabilitet - bransje	0,105	0,104	0,112	0,124	0,112
Netto driftskrav - bransje	0,056	0,048	0,046	0,047	0,048
Bransjefordel drift	0,049	0,056	0,066	0,077	0,064

Tabell 8-4: Bransjefordel i drift i årene 2014-2017T

Oversikten viser at bransjen for branded consumer goods over de siste fire årene har en rentabilitet som er større enn kravet. Netto driftskravet har vært stabilt de siste tre årene, mens bransjens netto driftsrentabilitet har vært svakt økende. Bransjefordelen i drift er i interessant sett i sammenheng med oppgavens bransjeanalyse i kapittel fire. Som nevnt der, består bransjen av et fåtall store aktører med forutsetninger for stordriftsfordeler. Trusselen fra nyetableringer er dermed lav. Vi konkluderte også med at forhandlingsmakten fra kunder og leverandører er relativt lav. Dette er faktorer som bidrar til bransjefordelen. På den annen side mente vi trusselen fra substitutter vil være høy. Særlig aktuelt ser vi for oss dette vil være i kommende perioder. Trusselen knytter seg først og fremst til butikkens egne merkevarer. Den økende rentabiliteten, og dermed også bransjefordelen, tyder på at butikkens egne merkevarer ikke har hatt nevneverdig påvirkning på bransjens inntjening enda. Likevel, mener vi trusselen er reell, spesielt ettersom dagligvarekjedene virker å trappe opp konkurransen ved å endre kundenes oppfatning av kvalitet (tns-gallup.no, 2017). I lys av dette mener vi at det er realistisk at bransjefordelen i drift faller noe i kommende periode.

8.2.2 Ressursfordel drift

En ressursfordel i drift kommer av at selskapet har en rentabilitet som er høyere enn bransjen eller et krav som er lavere enn bransjen (Knivslå, 2017k). Dette betyr at ressursfordelen enten er en rentabilitetsfordel eller en kravfordel.

$$\text{Ressursfordel drift} = (ndr - ndr_B) + (nkk_B - nkk)$$

Vi starter med å studere rentabilitetsforskjellen mellom Orkla og bransjen. En eventuell rentabilitetsforskjell kommer av at virksomheten har bedre eller flere ressurser enn de andre selskapene i bransjen (Knivslå, 2017k).

Rentabilitetsfordel - drift	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Netto driftsrentabilitet	0,084	0,108	0,112	0,111	0,106
Netto driftsrentabilitet - bransje	0,105	0,104	0,112	0,124	0,112
Rentabilitetsfordel - drift	- 0,020	0,004	0,001	0,013	0,006

Tabell 8-5: Orklas rentabilitetsfordel i årene 2014-2017T

Orkla sin netto driftsrentabilitet er rimelig stabil i perioden. Det samme gjelder for bransjen, som sågar øker sin netto driftsrentabilitet med 1,2 % i 2017. Dette medfører at bransjens tidsvektede netto driftsrentabilitet er 0,6 % høyere enn Orkla sin. Tallene stemmer brukbart overens med antagelsen våre i analysen av Orklas interne ressurser i kapittel 4. På globalt selskapsnivå ser vi som nevnt få grunner til at Orkla skal ha rentabilitetsfordeler sammenlignet med de store, globale merkevarerelskapene. Det tallene derimot ikke forteller er hvordan forholdet mellom Orkla og bransjen er i Orklas primære markeder – Norden og Baltikum. Orklas strategiske målsetning er å være Nordens største merkevarerelskap. Som diskutert i ressursanalysen er det grunn til å tro at Orkla har relativt sett bedre rentabilitet i disse markedene. Det er blant annet en rimelig antakelse at Orkla scorer bedre på merkevarekjennskap her. Likevel observerer vi at Orkla ikke har en ressursfordel relativt til konkurrentene, hvilket er avvikende fra funnene i den strategiske internanalysen.

Kravfordel	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Netto driftskrav bransje	0,056	0,048	0,046	0,047	0,048
Netto driftskrav	0,052	0,046	0,045	0,046	0,047
Kravfordel	0,004	0,002	0,001	0,001	0,001

Tabell 8-6: Orklas kravfordel i årene 2014-2017T

Driftskravene ligger rimelig stabilt for både Orkla og bransjen i perioden. Vi ser at Orkla har et noe lavere netto driftskrav hvert år, noe som vises igjen med en tidsvektet kravfordel på 0,1 %. Det at kravene er tilnærmet like bekrefter argumentene tidligere, at selskaper med tilnærmet lik drift vil ha tilnærmet like avkastningskrav.

8.2.3 Ressursfordel totalt sett

Ved å summere rentabilitetsfordelen og kravfordelen finner vi den totale ressursfordelen til Orkla. Utviklingen for ressursfordelen til Orkla og bransjen vises på figuren under.

Ressursfordel drift	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Ressursfordel drift	- 0,020	0,004 -	0,001 -	0,013 -	0,006
+ Kravfordel	0,004	0,002	0,001	0,001	0,002
= Ressursfordel drift	- 0,016	0,006	0,001 -	0,011 -	0,004

Tabell 8-7: Orklas ressursfordel i drift i årene 2014-2017T

Orkla har en ressursfordel i drift der hvor Orklas rentabilitet ligger over bransjen. Vi ser at dette er tilfellet i 2015 og 2016. Vi noterer oss også at fordelene, eventuelt ulempen, er forholdsvis liten hvert år. Den største tallmessige forskjellen er i 2014 da Orkla hadde en ressursmessig ulempe på 1,6 %. Dette kommer av rentabilitetsulempen man hadde dette året.

8.2.4 Marginfordel og omløpsfordel

Rentabilitetsfordelen kan for ytterligere kunnskap dekomponeres i en marginfordel og en omløpsfordel.

$$\begin{aligned} \text{Ressursfordel drift} &= ndr - ndr_B \\ &= (ndm - ndm_B) \times onde + (onde - onde_B) \times ndm_B \end{aligned}$$

ndr = netto driftsrentabilitet, ndm = netto driftsmargin, $onde$ = omløpet til netto driftseiendeler

Marginfordel innebærer at selskapet har relativt lavere driftskostnader enn gjennomsnittsvirksomheten i bransjen, og dermed høyere netto driftsmargin enn bransjen (Knivsflå, 2017k). Fordelen skapes av ressurser som gir kostnadsfordeler. Dette kan eksempelvis være lokalisering i land med lave lønnskostnader. Omløpsfordel kommer av at selskapet har høyere driftsinntekter per krone investert, eller lavere kapitalbinding per krone omsatt enn gjennomsnittsbedriften i bransjen. (Knivsflå, 2017k). Sammenhengen illustrert over kan analyseres ved hjelp av en Dupont-analyse.

Marginfordel

$$\text{Marginfordel} = (ndm - ndm_B) \times onde$$

ndm = netto driftsmargin, $onde$ = omløpet til netto driftseiendeler

Vi husker fra dekomponeringen av ressursfordelen at Orklas rentabilitet generelt var noe lavere enn bransjens rentabilitet. Orkla har en ressursulempe sammenlignet med bransjen. Dette innebærer at summen av marginfordelen og omløpsfordelen til Orkla vil være lavere enn for bransjen. Når vi studerer oversikten over Orklas marginfordel under, er det derfor ikke overraskende at denne er lavere for Orkla enn bransjen.

Marginfordel	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Netto driftsmargin	0,089	0,089	0,091	0,091	0,090
Netto driftsmargin - bransje	0,116	0,117	0,122	0,128	0,122
Omløpshastighet	0,952	1,213	1,230	1,219	1,181
Marginfordel	- 0,026 -	0,034 -	0,039 -	0,045 -	0,037

Tabell 8-8: Orklas marginfordel i årene 2014-2017T

Her ser vi at forskjellen i tidsvektet marginfordel er på rundt 3,7 %, noe som må sies å være en betydelig forskjell. Dette innebærer at Orkla har høyere driftskostnader enn bransjen. I årene 2015, 2016 og 2017 forsterkes marginfordelen ved at omløpshastigheten vokser. For ytterligere kunnskap om bakenforliggende årsaker til kostnadsforskjellene, gjøres i neste avsnitt en common size-analyse.

En common size-analyse viser postene i netto driftsresultatet som et prosenttall av driftsinntektene. Analysen er derfor egnet til å belyse kostnadsforskjeller mellom selskaper. En forutsetning er at posteringene i regnskapet inneholder samme informasjon. Dette er en utfordring i denne oppgaven da bransjeregnskapet er satt sammen av ulike individuelle selskapsregnskaper. Disse har noe ulike klassifiseringer og informasjonen som oppgis i delårsrapporter varierer. En konkret konsekvens er at bransjeregnskapet i denne oppgaven ikke inneholder posten *lønnskostnader*. Vi mener likevel at analysen har forklarende kraft ved å ta enkle forutsetninger Common size-analysen for henholdsvis Orkla og bransjen vises under.

Common size	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt - Orkla
Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Varekostnad	0,487	0,492	0,496	0,491	0,492
Andre driftskostnader	0,334	0,330	0,327	0,327	0,329
Av-og nedskrivninger	0,065	0,064	0,060	0,064	0,063
Driftsresultat	0,114	0,114	0,117	0,117	0,116
Driftsrelatert skattekostnad	0,026	0,026	0,026	0,026	0,026
Netto driftsresultat	0,089	0,089	0,091	0,091	0,090

Tabell 8-9: Common size-analyse av Orkla i årene 2014-2017T

Common size	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt - bransjen
Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Varekostnad	0,548	0,537	0,526	0,524	0,532
Andre driftskostnader	0,240	0,225	0,223	0,234	0,229
Av-og nedskrivinger	0,067	0,078	0,071	0,066	0,071
Driftsresultat	0,161	0,161	0,169	0,178	0,169
Driftsrelatert skattekostnad	0,045	0,045	0,047	0,050	0,047
Netto driftsresultat	0,116	0,117	0,122	0,128	0,122

Tabell 8-10: Common size-analyse av bransjen i årene 2014-2017T

Vi noterer oss at Orklas varekostnader utgjør om lag 3-5 prosent mindre av driftsinntektene enn for bransjen. Avskrivningene er forholdsvis like. På kostnadssiden står vi da igjen med posteringene *lønnskostnader* og *andre driftskostnader* for Orkla og *andre driftskostnader* for bransjen. Vi finner det rimelig å anta at bransjens lønnskostnader i sin helhet er plassert i posten *andre driftskostnader*. Noteopplysninger i delårsregnskapene til de komparative selskapene indikerer også dette.

Summen av postene *lønnskostnader* og *andre driftskostnader* for Orkla utgjør 3-5 prosent mer av driftsinntektene enn posten *andre driftskostnader*. Dette viser at Orkla har en større andel kostnader som ikke er knyttet til selve varene. Ved å bruke tilnærmingen over kan dette tyde på at Orkla har høyere lønnskostnader eller administrative kostnader enn bransjen. Knivsfå (2017k) argumenterer for at lokalisering kan gi fordeler eller ulemper knyttet til kostnader. Særlig gjelder dette sammenhengen mellom lokalisering og lønnsnivå. I lys av dette kan man spekulere i om Orklas lokalisering i nordiske land kan gi selskapet en kostnadsulempe. Tallene er imidlertid for sammendradde og innebærer for store forutsetninger til å konkludere om en slik sammenheng.

Kostnadsulempen til Orkla medfører at selskapets driftsresultat utgjør vel 11 % av driftsinntektene, mens tilsvarende andel for bransjen er rundt 17 % for perioden. En relevant problemstilling i denne sammenhengen, er hvordan Orklas strategiendring fra 2009 og utover har påvirket kostandene. Det er rimelig å anta at en såpass stor omveltning medfører en del kostander de første årene. På den annen side viser det omgrupperte regnskapet vist i kapittel 5 at Orklas kostnader er jevnt stigende, uten unaturlige svingninger. Strategiendringen virker i så måte ikke avgjørende for kostnadsulempen sammenlignet med bransjen.

De komparative selskapene som utgjør bransjen i denne oppgaven er store, globale selskaper. Det er rimelig å forvente at disse i vel så stor grad som Orkla har stordriftsfordeler. Noe av

kostnadsulempen til Orkla i forhold til disse selskapene kan derfor ha sammenheng med effektivisering av driften. Det er også viktig å huske på at regnskapstallene gjelder for selskapene på verdensbasis. Med tanke på at bransjeselskapene har en større andel av driften i lavkostland, kan det tenkes tallene ikke gir riktig bilde av lønnsomhetssituasjonen i de nordiske landene. Det er nettopp disse markedene som er Orklas hovedsatsing. En rimelig antakelse er at også Nestlé, Procter & Gamble, Unilever og Mondelez sine kostnader i dette geografiske markedet overstiger gjennomsnittskostnaden i et gitt land. Kostnadsbildet er derfor trolig jevnere i det nordiske markedet. På den annen side vil de globale merkevarerelskapene ha noen fordeler av å ha deler av produksjonen i andre land.

Omløpsfordel

Det andre leddet som forklarer rentabilitetsfordelen kalles omløpsfordel. Som nevnt oppstår en omløpsfordel fordi en ressurs gir en bedre evne til å skape driftsinntekt per krone investert, eller lavere kapitalbinding per krone omsatt (Knivsfå, 2017k).

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

$$\text{onde} = \frac{DI}{NDE}$$

onde = omløpet til netto driftseiendeler, ndm = netto driftsmargin, DI = driftsinntekter, NDE = netto driftseiendeler

Omløpsfordel	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Omløpshastighet	0,952	1,213	1,230	1,219	1,181
Omløpshastighet - bransje	0,906	0,890	0,918	0,965	0,923
Netto driftsmargin - bransje	0,116	0,117	0,122	0,128	0,122
Omløpsfordel	0,005	0,038	0,038	0,033	0,031

Tabell 8-11: Orklas omløpsfordel i årene 2014-2017T

Tabellen over viser at Orkla har hatt en tidsvektet gjennomsnittlig omløpsfordel på 3,1 % over den siste fireårsperioden. Teoretisk sett betyr dette at selskapet har mer effektive investeringer enn bransjen. Orkla og bransjen har en omløpshastighet på henholdsvis like over og like under 1,0. Penman (2013) viser til at det er en tendens til at industrier med høy profittmargin gjerne har relativt sett lavere omløpshastighet – og vice versa. Merkevareindustrien er som diskutert

i kapittel fire en bransje med relativt sterk konkurranse. Dette driver ned marginene, og mens avkastningen på driftseiendelene gjerne holdes forholdsvis høy grunnet høy omløpshastighet. Omløpshastighet rundt 1,0 er eksempelvis en del høyere enn man ville sett i mer kapitalintensive bransjer som telekom eller shipping.

Videre observeres det at Orklas omløpshastighet er betydelig høyere i årene 2015 til 2017 sammenlignet med 2014. At Orkla da i teorien har effektivisert investeringene sine, er interessant sett i lys av uttalelsene til daværende konsernsjef Wiggen i 2011 (orkla.no, 2011) Han sa da at investeringene til selskapet skulle dreies mot nordiske merkevareselskaper som søkte nye eiere. Et naturlig spørsmål å stille seg blir da hvorvidt effektiviseringen av omløpet til netto driftseiendelene er et resultat av strategidringen til selskapet. Ettersom man i samme periode har solgt seg ut av mer kapitalintensive investeringer, er det rimelig å anta at strategidringen knyttet til investeringer har hatt en del å si.

Det er mulig å dekomponere omløpsfordelen gjennom en såkalt per-unit-analyse hvor man utleder en prisfordel og en effektivitetsfordel. Prisfordelen finnes da gjennom en ARPU(average revenue per unit)-analyse hvor man studerer utviklingen i gjennomsnittsinntjeningen. Vi finner det derimot ikke en slik analyse formålstjenlig for denne oppgaven ettersom merkevareselskapene selger et bredt utvalg produkter. Dette innebærer svært ulike priser fra produkt til produkt og gjennomsnittsbetraktninger av pris viser for det meste hvilke andeler selskapene selger av de ulike produktene. Å lage en gjennomsnittspris for syltetøy og vaskemiddel gir liten mening og ingen ytterligere innsikt.

8.2.5 Oppsummert strategisk driftsfordel

Strategisk fordel drift	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Marginfordel -	0,026	0,034	0,039	0,045	0,037
+ Omløpsfordel	0,005	0,038	0,038	0,033	0,031
+ Kravfordel	0,004	0,002	0,001	0,001	0,002
= Ressursfordel drift -	0,016	0,006	0,001	0,011	0,004
+ Bransjefordel drift	0,049	0,056	0,066	0,077	0,064
= Strategisk fordel drift	0,033	0,062	0,067	0,065	0,060

Tabell 8-12: Orklas strategiske fordel i drift i årene 2014-2017

I tabell 8-12 observerer vi at Orkla har en tidsvektet strategisk driftsfordel på 6,0 %. Dette skyldes hovedsakelig bransjefordel på 6,4 %, hvilket stemmer overens med funnene i den strategiske bransjeanalysen. Vi observerer imidlertid at selskapet innehar en ressursulempe på 0,4 %. Dette stemmer ikke overens med funnene i den strategiske interne analysen, hvor det ble identifisert et midlertidig fortrinn knyttet til ressursen merkevarenavn.

8.2.6 Gearingfordel drift

På generell basis brukes gearing om påvirkningen finansiell gjeld har på egenkapitalrentabiliteten. Penman (2013) illustrerer sammenhengen slik:

$$\text{Total gearing} = (nfgg + mig) * (ndr - nfgr)$$

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad, mig = minoritetsgrad, ndr = netto driftrentabilitet, nfgr = netto finansiell gjeldsrente

I denne oppgaven bruker vi begrepet gearing om skaleringen av den strategiske driftsfordelen ved å øke graden av netto finansiell gjeld. Skaleringen av forskjellen mellom gjeldsrente og gjeldskrav behandles under finansieringsfordelen i kapittel 8.3. Gearingfordelen i drift kan beskrives som under:

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

ndr = netto driftrentabilitet, ndk = netto driftskrav, nfgg = netto finansiell gjeldsgrad, mig = minoritetsgrad

Dette innebærer at driftsfordelen økes i takt med graden av netto finansiell gjeld så lenge netto driftrentabiliteten overgår netto driftskrav. I henhold til Miller Modiglianis første proposisjon er derimot merverdien av selskapet uavhengig av finansieringen (Knivsflå, 2017k). Dette henger sammen med at den økte strategiske fordelen fra drift kompenseres med tilsvarende økning i kravet til egenkapitalen. I henhold til disse prinsippene er dermed gearingfordelen uten verdi for eierne.

Under vises en oversikt over Orklas gearingfordel de siste fire årene.

Gearingfordel drift	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Strategisk fordel drift	0,033	0,062	0,067	0,065	0,060
Gearing - ngff + mig	- 0,080 -	0,212 -	0,175 -	0,132 -	0,157
Gearingfordel drift	- 0,003 -	0,013 -	0,012 -	0,009 -	0,010

Tabell 8-13: Orklas gearingfordel i drift i årene 2014-2017T

Som vi har sett tidligere har Orkla en strategisk fordel fra driften på vel 6,0 %. Grunnet en stor andel finansielle eiendeler har selskapet negativ netto finansielle eiendeler. Tross en påvirkning fra minoritetsgraden, fører dette til at selskapet får en gearingulempe knyttet til driften. Dette kommer av at verdien av den bokførte egenkapitalen er høyere enn verdien av netto driftseiendelene. I utgangspunktet vil det være fordelaktig for Orkla å geare opp den strategiske driftsfordelen ved å øke graden av netto finansiell gjeld.

Oppsummering driftsfordel

Strategisk fordel	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Bransjefordel drift	0,049	0,056	0,066	0,077	0,064
+Ressursfordel drift	- 0,016	0,006	0,001 -	0,011 -	0,004
= Strategisk fordel drift	0,033	0,062	0,067	0,065	0,060
+Gearingfordel drift	- 0,003 -	0,013 -	0,012 -	0,009 -	0,010
= Driftsfordel	0,030	0,049	0,055	0,057	0,050

Tabell 8-14: Samlet driftsfordel for Orkla

8.3 Finansieringsfordel

Som figur 8-1 illustrerte består den strategiske fordelen av en driftsfordel og en finansieringsfordel. Da det er vanskelig å oppnå store fordeler i finansmarkedet, vil normalt sett driftsfordelen være den største bidragsyteren, og også fordelen ledelsen bør prioritere å øke i jakten på ytterligere strategisk fordel. Like fullt vil man finansieringen kunne påvirke den strategiske fordelen. I følge Knivsflå (2017k) kan finansieringsfordelen dekomponeres i en finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld og en finansieringsfordel knyttet til minoritetsinteresser. Sammenhengen illustreres under:

$$\text{Finansieringsfordel} = (nfgg - nfgk) \times nfgg + (mik - mir) \times mig$$

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad, nfgk = netto finansielt gjeldskrav, mik = minoritetskrav, mir = minoritetsrentabilitet, mig = minoritetsgrad

8.3.1 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld består av to komponenter; finansieringsfordelen til henholdsvis finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Som nevnt, kunne en rimelig antakelse vært at finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld er tilnærmet lik 0. Grunnen til dette er at konkurransen i finansmarkedet er stor og effisient, noe som medfører at låntakere og finansielle investorer vil kunne forvente å oppnå en rente eller rentabilitet på kravet (Knivsflå, 2017k). I tillegg er finansiell gjeld rapportert eller justert til virkelig verdi, hvilket medfører at normalisert nettorente måler kravet. I lys av dette forventer vi oss at $nfggr \approx nfgk$

Finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld kan uttrykkes ved hjelp av finansiell gjeld og finansielle eiendeler:

$$\begin{aligned} \text{Finansieringsfordel netto finansiell gjeld} &= (nfgg - nfgk) \times nfgg \\ &= (fgr - fgk) \times fgg + (fer - fek) \times feg \end{aligned}$$

$nfgg$ = netto finansiell gjeldsgrad, $nfgk$ = netto finansielt gjeldskrav, fgr = finansiell gjeldsrente, fgk = finansielt gjeldskrav, fgg = finansiell gjeldsgrad, fer = finansiell eiendelsrentabilitet, fek = finansielt eiendelskrav, feg = finansiell eiendelsgrad

Finansieringsfordel NFG	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt	
fgk	0,028	0,017	0,019	0,018	0,020	
- fgr	0,043	0,036	0,047	0,019	0,035	
* FG/EK	0,322	0,265	0,249	0,263	0,268	
Finansieringsfordel FG	-	0,005	-	0,000	-	0,004
+ fer	0,014	0,074	0,098	0,074	0,072	
- fek	0,054	0,047	0,051	0,052	0,050	
* FE/EK	0,411	0,477	0,423	0,395	0,426	
= Finansieringsfordel FE	-	0,016	0,013	0,020	0,009	0,009
Finansieringsfordel NFG	-	0,021	0,008	0,013	0,008	0,005

Tabell 8-15: Finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld for Orkla i årene 2014-2017T

Av tabellen over ser vi at Orkla har en finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld i 2015, 2016 og 2017. I disse årene ligger finansieringsfordelen rundt 1,0 %. I 2014 hadde selskapet en finansieringsulempe på 2,1 % følge av den netto finansielle gjelden. Det følger av teorien at gjeldsfinansiering er fordelaktig om kravet er høyere enn lånerenten. (Knivsflå, 2017k). Dette medfører at netto finansiering blir rimeligere. For långiverne er tilfellet motsatt; disse tjener på at lånerenten er høyere enn kravet. Det at Orkla betalte en lånerente som var høyere enn kravet i 2014 var derfor gunstig for långiverne. Tilsvarende er det gunstig for

eierne av Orkla at selskapet fra 2015 og til dags dato har en finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld. Vi observerer en marginal finansieringsfordel på 0,5 %, hvilket er i tråd med forventningene om at finansieringsfordelen er tilnærmet lik 0.

8.3.2 Finansieringsfordel minoritetsinteresser

Det er en fordel for eierne i et selskap å ha minoritetsinteresser dersom kravet er større enn rentabiliteten. Grunnen til dette er at disse ikke-kontrollerende interessene kan være med å dele tap i datterselskap (Knivsflå, 2017k). Dersom rentabiliteten overgår kravet, vil det være en byrde ha ikke-kontrollerende interesser i selskapet sitt. Finansieringsfordelen kan uttrykkes slik:

$$\text{Finansieringsfordel minoritetsinteresser} = (\text{mik} - \text{mir}) \times \text{mig}$$

mik = minoritetskrav, mir = minoritetsrentabilitet, mig = minoritetsgrad

Det er rimelig å forvente at rentabiliteten til minoritetsinteressene er tilnærmet lik 0. Årsaken til dette er at de kontrollerende interessene i selskapet har grunn til å skvise minoriteten for rentabilitet som overstiger kravet (Knivsflå, 2017k).

Finansieringsfordel MI	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
+ mik	0,090 -	0,266 -	0,209 -	0,150 -	0,161
- mir	0,179	0,290	0,182	0,122	0,191
* MI /EK	0,009	0,007	0,011	0,011	0,010
= Finansieringsfordel	- 0,001 -	0,004 -	0,004 -	0,003 -	0,003

Tabell 8-16: Minoritetsinteressene i Orkla sin finansieringsfordel i årene 2014-2017T

Av tabellen over ser vi at forventningene om minimale finansieringsfordeler, eventuelt ulemper, knyttet til minoritetsinteressene stemmer. Faktisk har Orkla en ørliten finansieringsulempe knyttet til de ikke-kontrollerende interessene i selskapet. Dette innebærer at Orkla skaper strategiske fordeler i datterselskaper med minoritetsinteresser. En fordel med de ikke-kontrollerende interessene er uansett at de er med på å bære noe risiko.

8.3.3 Oppsummering finansieringsfordel

Finansieringsfordel	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
fgk	0,028	0,017	0,019	0,018	0,020
- fgr	0,043	0,036	0,047	0,019	0,035
* FG/EK	0,322	0,265	0,249	0,263	0,268
+ fer	0,014	0,074	0,098	0,074	0,072
- fek	0,054	0,047	0,051	0,052	0,050
* FE/EK	0,411	0,477	0,423	0,395	0,426
+ mik	0,090	0,083	0,083	0,085	0,085
- mir	0,179	0,290	0,182	0,122	0,191
* MI /EK	0,009	0,007	0,011	0,011	0,010
= Finansieringsfordel	-	0,022	0,007	0,008	0,004

Tabell 8-17: oppsummering av Orklas finansieringsfordel i årene 2014-2017T

Oppsummert sett ser vi at Orkla har en finansieringsfordel fra 2015 til dags dato. Dette skyldes hovedsakelig finansieringsfordelen knyttet til netto finansiell gjeld. Da selskapet i 2014 hadde en finansieringsulempe knyttet til netto finansiell gjeld, viste også totalen en finansieringsulempe. Tidsvektet finansieringsfordel blir 0,4 %. Sammenlignet med tidsvektet driftsfordel på 5,0 %, ser vi at finansieringsfordelen er en relativt liten kilde til strategisk fordel. Dette stemmer overens med Knivsflås argumenter om at det er vanskelig å oppnå fordeler i finansmarkedet (2017k).

8.4 Oppsummering strategisk fordel

I tabell 8-16 fremstilles oversikt over dekomponering av Orklas strategiske fordel i analyseperioden, med tilhørende tidsvektet gjennomsnitt. Tabellen viser at Orkla har en tidsvektet gjennomsnittlig strategisk fordel på 5,5 %. Den strategiske fordelen er et resultat av driftsfordel og en marginal finansieringsfordel.

Strategisk fordel	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Bransjefordel drift	0,049	0,056	0,066	0,077	0,064
+Ressursfordel drift	- 0,016	0,006	0,001	- 0,011	0,004
= Strategisk fordel drift	0,033	0,062	0,067	0,065	0,060
+Gearingfordel drift	- 0,003	- 0,013	- 0,012	- 0,009	0,010
= Driftsfordel	0,030	0,049	0,055	0,057	0,050
+ Finansieringsfordel	- 0,022	0,007	0,012	0,008	0,004
= Strategisk fordel	0,008	0,055	0,067	0,065	0,055

Tabell 8-16: Oppsummering av Orklas strategiske fordel for de respektive årene 2014-2017T

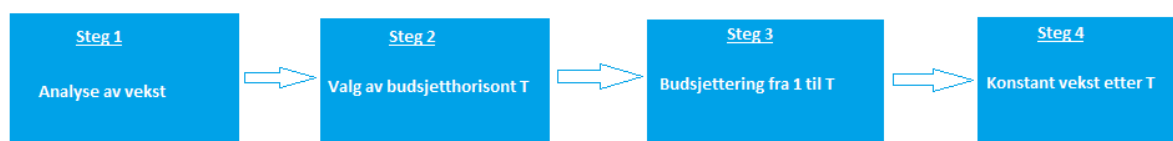
Den tidsvektede ressursulempen er på 0,4%, som indikerer at Orkla ikke innehar unike ressurser relativt til konkurrentene. Dette underbygges av at bransjen oppnår en betydelig bedre driftsmargin. Ytterligere dekomponering av driftsmargin ved ”common-size”-analyse viser at Orkla innehar høyere kostnader enn konkurrentene. En mulig forklaring på dette kan være at Orkla opererer i et geografisk område med høyere kostnadsnivå. Ressursulempen begrenses imidlertid noe av at Orkla innehar en omløpsfordel, som indikerer en mer effektiv utnyttelse av ressursene. Det kan imidlertid understrekes at ressursulempen er marginal, som er i tråd med analysen i kapittel 4.

Hovedkilden til driftsfordelen er bransjefordelen. Vi ser på dette som et resultat av en bransje med et fåtall store aktører, hvor stordriftsfordelene og nettverkseffektene regjerer. I tråd med diskusjonen i kapittel fire er dette en bransje hvor nyetablering har vist seg vanskelig. Forhandlingsmakten til leverandører og kunder antas å være lav, noe som bidrar til bransjefordelen. Det er også tydelig at trusselen vi lanserte i kapittel 4, nemlig de egne merkevarene, ikke har påvirket selskapene i bransjens inntjening i nevneverdig grad. Disse faktorene er med på å gi bransjen for branded consumer goods en tidsvektet bransjefordel på 6,4 %.

I kapittel 10 vil det komme en analyse av fremtidig strategisk fordel, basert på det utarbeidede fremtidsregnskapet og tilhørende krav. Leseren oppfordres derfor til å studere oppsummeringen i kapittel 10 i sammenheng med dette avsnittet og de strategiske momentene i kapittel 4.

9. Fremtidsregnskap

9.1 Rammeverket



Figur 9-1: rammeverket for fremskrivning av regnskapet

Rammeverket baserer seg på fire steg, hvor analysen fra kapittel 4, 6 og 8 vil gi verdifull innsikt i underliggende økonomiske forhold. Steg 1 omhandler en analyse av vekst, da med fokus på driftsinntektsveksten. I steg 2 skal det fastsettes en rimelig budsjettthorison, før resterende budsjett drivere analyseres og fastsettes. Avslutningsvis vil det konstant-vekst fastsettes.

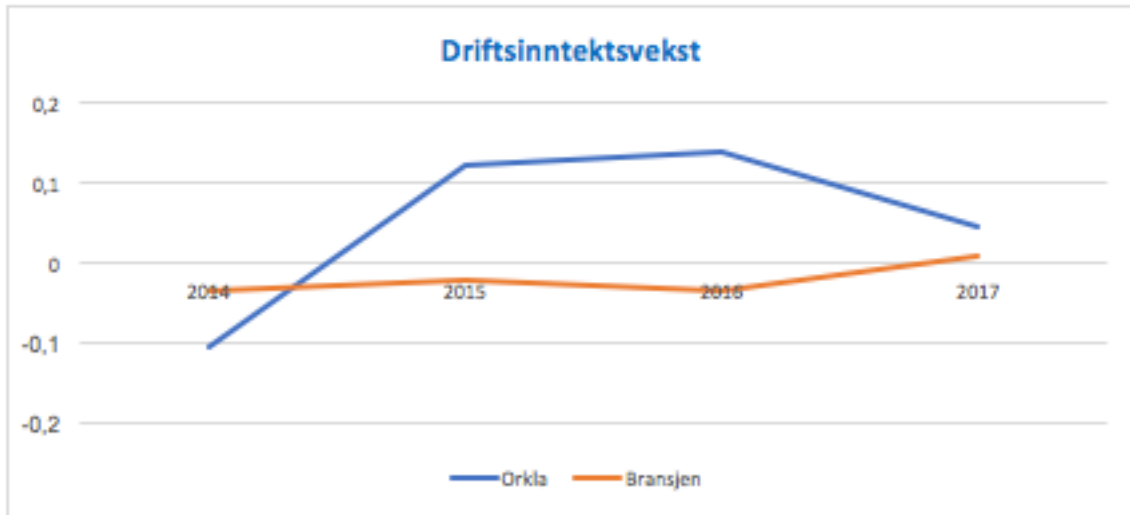
9.2 Analyse av vekst

9.2.1 Analyse av historisk driftsinntektsvekst

Penman(2013) beskriver at driftsinntekter er den primære driveren, grunnet at kunder og salg er kilden til verdiskaping. Driftsinntektsveksten vil også ha størst effekt på den fremtidige kontantstrømmen, som igjen vil påvirke den fremtidige kontantstrømmen (Koller , Goedhart, & Wessels, 2015) Det kan derfor være hensiktsmessig å analysere den historiske veksten i driftsinntekter.

Veksten for Orkla har vært positiv, med unntak av 2014. Dette kan i hovedsak tilegnes de strukturelle endringene knyttet til å bli rendyrket merkevarekonsern, da det var nedsalg av aksjeportefølje og børsnotering av Gränges i 2014 (Orkla, 2017). Gjennomsnittlig vekst for Orkla over analyseperioden er 5 %. Som figur 9-2 viser har bransjen i samme periode hatt en

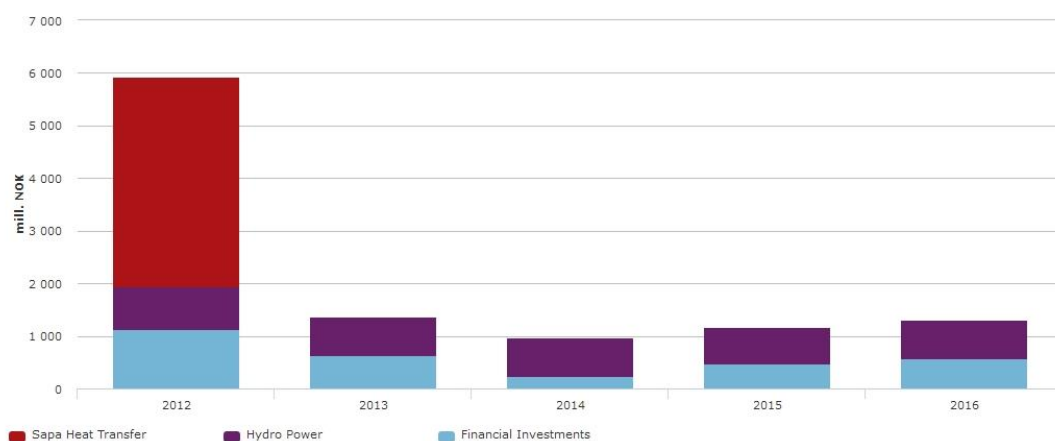
tidsvektet driftsinntektsvekst på noe under 0 %. Forventet utvikling mellom Orklas og bransjens driftsinntektsvekst diskuteres i avsnitt 9.4.1.



Figur 9-2: historisk driftsinntektsvekst i Orkla i årene 2014-2017T

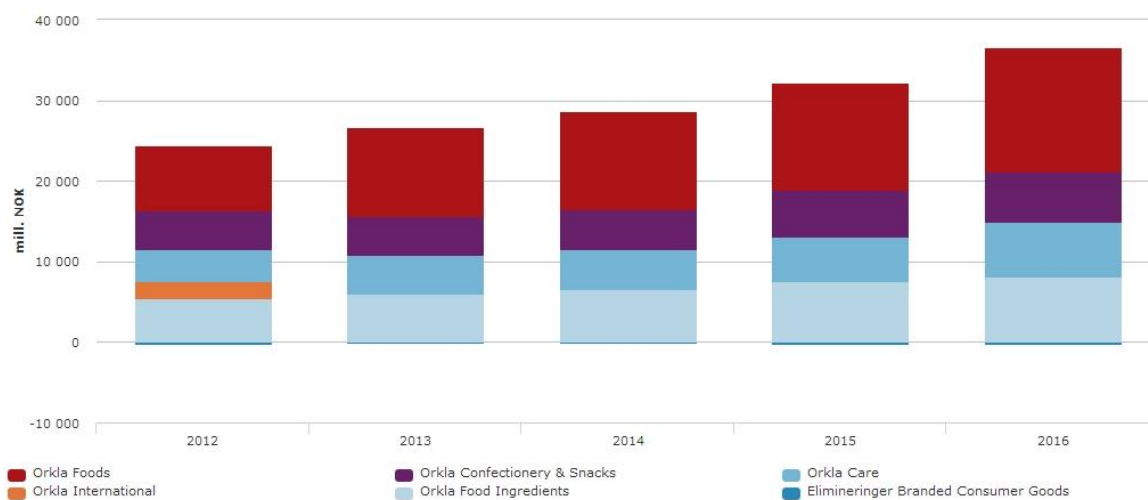
I henhold til Kaldestad og Møller (2016) er det også viktig å skille mellom hvorvidt veksten stammer fra kjernevirksomheten eller oppkjøp. Det kan videre være hensiktsmessig å se hvor stor andel av driftsinntektene som stammer fra merkevarevirksomheten. Særlig sentralt er dette fordi Orkla har en strategi om å være et rendyrket merkevareselskap i årene som kommer. En diskusjon rundt historisk utvikling av driftsinntektene knyttet til merkevarevirksomheten følger i neste avsnitt. Først følger figurer av fordelingen av driftsinntekter på de ulike områdene i Orklas virksomhet. Figur 9-3 og 9-4 under presenterer henholdsvis driftsinntekter fra investeringer og merkevareområdet.

Orkla Investments



Figur 9-3: Orklas driftsinntekter knyttet til investeringer i årene 2012-2016 (orkla.no, 2017k)

Merkevareområdet



Figur 9-4: Orklas driftsinntekter fra merkevareområdet i årene 2012-2016 (orkla.no, 2017k)

Av figur 9-3 over ser vi at andelen driftsinntekter fra investeringer har stabilisert seg på et jevnt, lavt nivå etter 2012. Den store driftsinntekten fra investeringer dette året knytter seg til datterselskapet Grånges. I Orklas årsrapport opplyser selskapet om den underliggende veksten i driftsinntekter fra merkevarevirksomheten. I 2013 økte driftsinntektene med 11 %, mens

merkevareområdet hadde en underliggende nedgang i driftsinntekter på 2,6 %. I årene 2014, 2015 og 2016 har selskapet hatt en organisk vekst i driftsinntekter på henholdsvis 0,7 %, 2,8 % og 1,8 %. De resterende effektene skyldes valutaomregningsdifferenser og bidrag fra oppkjøpt virksomhet. Med en gjennomsnittlig driftsinntektsvekst på 5,0 % viser dette at over halvparten av veksten i driftsinntektene kommer fra oppkjøp.

9.3 Valg av budsjettthorisont

9.3.1 *Prognoseperiode*

Når det gjelder valg av prognoseperiode finnes det ingen fasit på hvilken lengde som er best egnet, da dette varierer fra selskap til selskap. Ifølge Kaldestad og Møller (2016) bør den eksplisitte prognoseperioden dekke perioden frem til virksomheten er i steady state. Med steady state menes det tidspunktet hvor det er rimelig å anta at veksten er konstant (Knivsflå, 2017). På dette tidspunktet er det ikke lenger mulig å oppnå meravkastning på ekspansjonsinvesteringer (Kaldestad og Møller, 2016). I den strategiske analysen i kapittel 4 ble det konkludert med at branded consumer goods-bransjen anses som moden og stabil, som underbygges av den historiske veksten i driftsinntekter. Dette kan indikere at bransjen allerede befinner seg i en tilnærmet ”steady state”.

Videre mener Knivsflå (2017) at i tillegg til perioden frem til selskapet er i steady state, bør valg av prognoseperiode avhenge av kvaliteten på regnskapsføringen. Tankegangen bak dette er at jo mer verdibasert regnskapet er, jo mindre kan budsjettthorisonten være. Dersom et selskap bruker en verdibasert regnskapsføring, vil det altså ta kortere tid før budsjettthorisonten fanger opp verdiene i selskapet. Orkla regnskapsfører etter IFRS, som har en tillater både verdibasert og historisk kost måling. For Orkla sin del er det en lav andel av eiendelene som måles til virkelig verdi, da hovedvekten består av driftseiendeler, produksjonsutstyr, etc. Dette argumentet taler for en noe lengre budsjettperiode.

Ifølge Kaldestad og Møller (2016) kan en rekke forhold være vanskelig å predikere utover 2-3 år, men at det likevel kan være hensiktsmessig med en lengre prognoseperiode. Eksempler på hvor dette kan være nødvendig er sykliske bransjer, oppstartsvirksomheter, vekstbransjer, virksomheter med behov for restrukturering etc. Som følge av at Orkla fortsatt er i en restrukturingsfase, vil kanskje ikke den endelige effekten av endringene inntre i nærmeste

tid. Dette taler for at det kan være hensiktsmessig med en lengre periode. Koller et. al (2015) anbefaler en prognoseperiode 10-15 år, da en kortere periode kan føre til undervurdert verdi av selskapet eller urealistisk høye vekstforutsetninger i terminalleddet. Knivsflå (2017) argumenterer med at mellom 5-15 år kan være passende. Basert på ovennevnte argument har vi fastsatt en budsjettperiode på 10 år.

9.3.2 Valg av detaljnivå

Videre må det vurderes hvilket detaljnivå som vil være hensiktsmessig for utarbeidingen av prognosen. Ved valg av detaljnivå skilles det mellom fokusert og detaljert nivå. Førstnevnte har et få antall budsjett drivere, og sistnevnte har mange. Valg av detaljnivået vil avhenge av lengden på budsjettperioden. Koller et al (2015) hevder at et høyt detaljnivå vil gi et mer presist bilde av fremtiden på kort sikt. Dette impliserer at dersom man har valgt en kort budsjett horisont, vil man kunne bruke et større antall budsjett drivere og likevel oppnå en tilfredsstillende presisjon. Dersom man velger en lengre budsjett horisont, vil et høyt detaljnivå imidlertid medføre en større usikkerhet, da det kan være vanskelig å predikere fremtidig utvikling over lang tid.

Kaldestad og Møller (2016) hevder at et høyt detaljnivå gir større innsikt i virksomheten sammenlignet med enklere modeller. Det nevnes også at utarbeiding av slike modeller vil være svært arbeidskrevende og krever en betydelig mengde informasjon, som gjerne ikke gir mer enn en marginal forbedring i estimatet. Videre understrekes det at det er viktigere at modellen som anvendes er oversiktlig enn kompleks. Som følge av at det er valgt en budsjett horisont på 10 år, vil det være mer hensiktsmessig med budsjettering på aggregert nivå. Dette vil redusere usikkerheten og kompleksiteten knyttet til utvikling i de ulike driverne, men samtidig innebære at mengden informasjon vil bli mindre.

9.3.3 Fremskrivningsteknikk

Det kvantitative utgangspunktet for budsjettering er den historiske utviklingen til de utvalgte budsjett drivere, slik disse blir avbildet i det omgrupperte regnskapet i kapittel 5. Som supplement til dette benyttes informasjon fra den strategiske analysen til å anslå fremtidig

vekst. Oppgaven vil benytte lineær fremskrivning mellom fastsatte budsjett drivere på bestemte tidspunkt. Disse driverne fastsettes på kort, mellomlang og lang sikt. Konkret dreier dette seg om årene 2018 og 2019 på kort sikt. Her er det sannsynlig at vi med større presisjon kan forutse utviklingen. Dette følger av dette at budsjett driverne i 2018 og 2019 kan fastsettes på et mer detaljert grunnlag, og vi kan inkludere hendelser om med rimelig sikkerhet vil påvirke veksten til selskapet. Mellomlang sikt defineres konkret i regnskapet som år 2023. Fastsettelse av veksten i dette punktet innebærer større usikkerhet, og det er ikke hensiktsmessig å benytte det samme detaljnivået.

Mange regnskapstall har en tendens til å være tilbakevendende mot gjennomsnittet i bransjen eller gjennomsnittet i samfunnet generelt over tid (Knivsflå, 2017). På lang sikt er det dermed grunn til å tro at våre utvalgte budsjett drivere vil nærme seg disse gjennomsnittene. Lang sikt representeres konkret i fremtidsregnskapet som periode T.

Knivsflå (2017) foreslår to ulike måter å håndtere usikkerheten knyttet til fremskrivningen av budsjett driverne. Det første alternativet er å benytte en scenarioanalyse, der en utarbeider budsjett for sannsynlige scenarioer. Typisk vil dette være et forventet, et optimistisk og et pessimistisk scenario. Det pessimistiske scenarioet vil gjerne være et konkurstilfelle (Knivsflå, 2017). Det andre alternativet, som også vil være denne oppgavens foretrukne, er simulering og tilhørende sensitivitetsanalyse. Her tas det utgangspunkt i utgangspunkt i vårt fremtidsregnskap, som vi mener representerer det mest sannsynlige utfallet. Ifølge Kaldestad og Møller (2016) er formålet med en simulering å komme frem til et pålitelighetsintervall som like velinformerte analytikere med stor sannsynlighet vil legge sitt punkttestimat innenfor. I sammenheng med simuleringen vil det utarbeides en sensitivitetsanalyse for å belyse usikkerheten knyttet til estimatet gitt i simuleringen.

Den praktiske fremgangsmåten er å definere sannsynlige utfallsrom for de stokastiske variablene våre i årene 2018, 2019, 2023 og år T. Dette innebærer at disse variablene får bevege seg fritt innenfor et visst intervall. De andre årene endres i neste omgang som følge av at disse følger lineære utviklingsbaner mellom årene med stokastiske variabler. Utfallsrommet til de stokastiske variablene er fastsatt ut i fra en skjønnsmessig vurdering basert på strategisk og kvantitativ kunnskap om bransje og generell samfunnsutvikling. Konkrete intervaller for de ulike budsjett driverne problematiseres i avsnitt 11.5.2.

9.4 Budsjett drivere i prognoseperioden

9.4.1 Driftsinntektsvekst

Et selskaps fremtidige driftsinntekter er en betydelig faktor for analyse av selskapets posisjon i den fremtidige perioden. I utarbeidelse av et fremtidsregnskap er det gjerne startpunktet og den enkeltfaktoren som krever mest arbeid og undersøkelse (Penman, 2013). Penman nevner tre elementer som må vurderes i fastsettelsen av fremtidig driftsinntektsvekst: selskapets strategi, markedet for produktene og firmaets markedsføringsplan.

Vurderingen knyttet til firmaets strategi bør inneholde en drøftelse av hvor selskapet er i livssyklusen, hvorvidt nye produkter er aktuelt og i hvilken grad oppkjøp vil være et satsingsområde.

Når det gjelder markedsvurderinger, innebærer dette analyse av fremtidig etterspørsel, konsumentadferd og kommende konkurranse fra substitutter. I vurderingen av markedsføringsplanen bør ifølge Penman (2013) elementer som prisingsstrategi, utviklingen av merkevarekjennskap og vurderingen av aktuelle nye markeder inkluderes.

Budsjetteringen av fremtidig driftsinntektsvekst gjøres ved bruk av følgende formel:

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

div = driftsinntektsveksts, DI = driftsinntekter

I avsnitt 9.2.1 studerte vi den historiske utviklingen i driftsinntektene. Vi husker derfra at Orkla har hatt en gjennomsnittlig driftsinntektsvekst på 5,0 % i perioden 2014 til 2017. Veksten varierte fra negativ vekst i 2014 til over 10 % vekst i 2015 og 2016, før den falt til 5 % i trailingåret 2017. I diskusjonen rundt dette argumenterte vi med at den variable veksten kunne ha sammenheng med restruktureringen av driften. Bransjen derimot, hadde en nokså stabil vekst på noe under 0 % i alle årene.

Bransjeveksten knyttet til driftsinntekten kan tyde på at selve bransjen er i en moden fase. Som diskutert i den strategiske analysen består bransjen av et fåtall globale merkevareselskaper som har stordriftsfordeler og er relativt lite truet av nye aktører. De flate driftsinntektene kan ses på som et resultat av fravær av trussel fra konkurrenter, eller at mulige konkurrenter ikke

klarer å gjøre alvor av trusselen. Merkevareselskapene har kanskje ikke hatt behov for å være veldig innovative og søke vekst. Spørsmålet blir da om dette er et behov som vil melde seg i den kommende perioden. Oppgaven vil i det kommende studere dette nærmere.

Under den strategiske analysen i kapittel diskuterte vi både eksterne makrofaktorer ved bruk av PESTEL-rammeverket, samt bransjetrusler ved å bruk av Porter's five forces. Når det gjelder makrofaktorer finner vi særlig motefaktoren bærekraftighet interessant med tanke på driftsinntektene fremover. Forbrukerne har forventninger til hvordan produktene produseres, og inkluderer dette i vurderingen av produktet. I Orklas rapport for tredje kvartal 2017 trekker Orkla frem at utviklingen peker mot at lokale aktører vinner i styrke på bekostning av globale aktører (orkla.no, 2017). Enda mer interessant er det faktum at selskapet sier at de ser på trenden mot sunne og bærekraftige produkter som en mulighet for inntektsvekst. I lys av dette virker det som at Orkla har planer om å endre produktsortimentet noe. Dette er en faktor som gjør prediksjon av fremtidig driftsinntektsvekst noe mer vanskelig. Hvordan endringer vil slå ut er alltid usikkert.

Det vi derimot kan notere oss med større sikkerhet er effekten Orklas strategiendring i 2009 har hatt på investeringene. Som diskutert i avsnitt 9.2.1 om historisk driftsinntektsvekst, og belyst i figur 9-3, har driftsinntektene fra investeringen dalt betraktelig fra 2012, og flatet ut på en markant lavere nivå de siste årene. Utviklingen pekte mot at en større andel av veksten var organisk. Det er grunn til å tro at denne trenden vil fortsette, og vi antar derfor at Orklas vekst hovedsakelig vil være organisk. På den annen side presiserer Orkla i sin rapport for tredje kvartal 2017 at drifts- og porteføljeinvesteringer vil være viktig fremover for å sikre konkurransekraft. Vi ser derimot på dette som en forlengelse av dagens strategi. Oppkjøpet av Cederroth til Orkla Care-porteføljen i 2015 er et eksempel på et slikt oppkjøp. Dette medførte eksempelvis ingen stor endring i driftsinntektene fra oppkjøp. Vi antar derfor liten driftsinntektsvekst fra oppkjøp.

Tidsvektet driftsinntektsvekst for Orkla i perioden 2014 til 2017 var 5,0 %. Med en bransjevekst på nært 0 %, kan man ved hjelp av Penmans (2013) teori om mean reversion argumentere for at Orklas vekst vil nærme seg bransjeveksten. Særlig gjelder dette ettersom selskapene er rimelig like i både strategi og forutsetninger, og fordi utviklingen fra 2016 til 2017 peker i denne retning. En antagelse om at Orkla og bransjen på lang sikt vil ha noenlunde lik driftsinntektsvekst virker derfor rimelig.

Den generelle sammenhengen for å estimere driftsinntekter er produktet av salgspris og salgsvolum. Som diskutert i kapittel i sammenheng med diskusjonen rundt ARPU-analyse, medfører Orklas brede produktsortiment utordringer knyttet til estimering av gjennomsnittspris. Tilsvarende gjelder også i denne sammenhengen. Problemstillingen knytter seg til å beregne driftsinntektsveksten for selskapet som helhet. Orkla er et komplekst selskap som opererer innenfor flere segmenter og har en bred produktportefølje. Marginer og omløp er ulikt innenfor de ulike kategoriene. Dette medfører at gjennomsnittsbetraktninger er utfordrende og påvirkes av hvor stor andel man selger av ulike varer.

En annen utfordring i denne sammenhengen er at de innebærer en prediksjon av forventet utvikling i en rekke ulike markeder. Dette er markeder som in fremtiden vil påvirkes ulikt av konkurrenter. Utviklingen i disse markedene påvirkes ikke bare av Nestlé, Procter & Gamble, Unilever og Mondelez. Innenfor hver av segmentene finnes nisjeaktører som vil prøve å stjele markedsandeler. Estimering av fremtidig driftsinntektsvekst krever derfor spesifikk analyse for hvert av markedene. Å anta at Orklas driftsinntektsvekst konvergerer mot bransjegjennomsnittet kan således være en noe upresis antagelse. I rapporten for tredje kvartal 2017 formulerte Orkla seg slik: ”I markedene hvor Orkla har tilstedeværelse forventes moderat vekst i årene som kommer, med noe variasjon mellom markedene.” Vårt valg for størrelsen på driveren for driftsinntektene, må i lys av dette baseres på en antagelse av utvikling i de ulike markedene. Oppgaven vil i neste avsnitt gå dypere inn på markedene for mat, snacks og forbruksartikler ettersom disse er Orklas største inntektskilder.

Bransjeanalysen ved hjelp av Porters rammeverk i kapittel 4 viste trusselen fra substitutter som den største utfordringen for bransjen fremover. Spesielt presenterte vi handelens egne merkevarer som en reell trussel fremover. Disse har riktignok vært på markedet en stund, og bransjeregnskapet i kapittel 5 viser stabilt gode inntekter for bransjen. Likevel mener vi det er grunn til å tro at denne type varer vil kunne ta markedsandeler i perioden fremover. Hovedargumentet er at det tar tid å endre konsumentenes oppfatning av kvalitet. De store, globale merkevareselskapene har i en årrekke vært forbundet med kvalitet og opplevd nettverkseffekter blant kundene. Handelens egne merkevarer har derimot vært stemplet som lavprisprodukter med lavere kvalitet. Som nevnt tidligere kommer det i disse dager en ny generasjon egne merkevarer (tns-gallup.no, 2017). De egne merkevarene forsøker å ta opp kampen også på kvalitet. Vi tror dette vil kunne påvirke driftsinntektene til merkevareselskapene særlig fordi de egne merkevarene produseres av dagligvarebutikkene, som også er utsalgsstedene for merkevareproduktene. Tross konsumentenes

forhandlingsmakt, er det rimelig å forvente at denne interessekonflikten kan redusere muligheten for økte driftsinntekter for merkevareselskapene. Endret oppfatning av kvalitet kan forsterke trusselen ytterligere.

Oppsummert sett velger vi å sette driftsinntektsveksten til 3,5 % for den budsjetterte perioden. Vi tror bransjen vil ha lav realvekst, og at Orklas tidsvektede driftsinntektsvekst på 5,0 % vil nærme seg bransjeveksten som i dag er på 0 %. Realveksten antas å være 1,0 %. Bransjen er i en moden fase, og det er stor usikkerhet til hvordan markedet reagerer på endringer og innovasjoner i de ulike segmentene Orkla operer innenfor. Spesielt tror vi handelens egne merkevarer vil representere en trussel innenfor produktkategoriene mat, snacks og forbruksartikler. Tungt i vurderingen vektlegges også den organiske veksten i driftsinntekter fra merkevareområdet. Dette er Orklas hovedsatsingsområde. Samtidig er det vanskelig å predikere vekstpotensialet fra eventuelle oppkjøp. Vi husker fra avsnitt 9.2.1 at den organiske veksten i merkevareområdet i årene 2013, 2014, 2015 og 2016 var henholdsvis - 2,6 %, 0,7 %, 2,8 % og 1,8 %. Ved å hensynte en realvekst på 1,0 % vurderes 2,5 % total driftsinntektsvekst derfor som et rimelig anslag.

Driftsinntektsvekst på 3,5 % gir følgende driftsinntekter for den budsjetterte perioden:



Figur 9-5: budsjettert driftsinntektsvekst for Orkla

Driftsinntekter	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Driftsinntekt t-1	37 758	39 460	41 433	43 794	46 323	49 033	51 938	55 055	58 014	60 770	63 276	65 491	67 783
* Driftsinntektsvekst t	0,045	0,050	0,057	0,058	0,059	0,059	0,060	0,054	0,048	0,041	0,035	0,035	0,035
Driftsinntekter t	39 460	41 433	43 794	46 323	49 033	51 938	55 055	58 014	60 770	63 276	65 491	67 783	70 156

Tabell 9-1: budsjetterte driftsinntekter for Orkla

9.4.2 Netto driftsresultat

Budsjettering av netto driftsresultat gjøres med utgangspunkt i budsjetterte driftsinntekter og netto driftsmargin (Knivsflå, 2017m). Formelen vises under:

$$NDR_t = ndm_t * DI_t$$

NDR = netto driftsresultat, ndm = netto driftsmargin, DI = driftsinntekter

Over analyseperioden har netto driftsmargin holdt seg forholds stabil, med et gjennomsnitt på 9 %. Bransjen har derimot et gjennomsnitt på 12,2 %, noe som gir en marginulempe, jf.

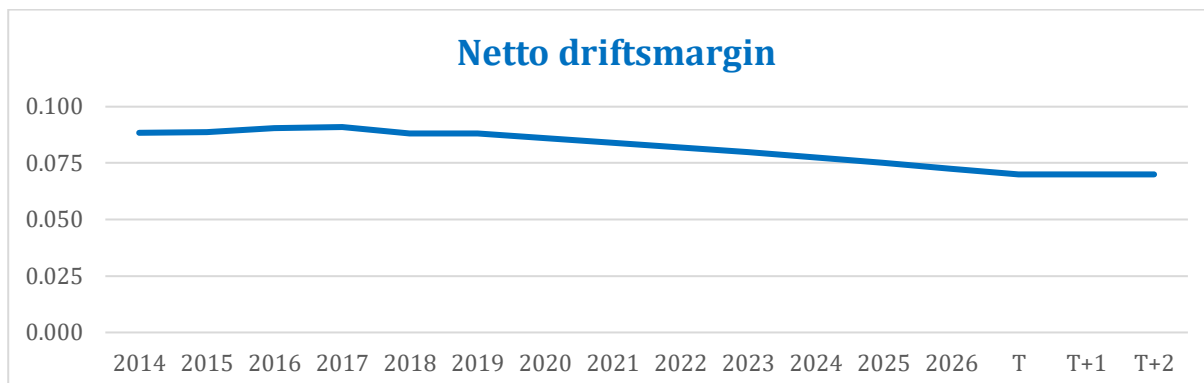
lønnsomhetsanalysen i kapittel 8. Fra ”common-size”-analysen observerer vi at kilden til denne ulempen trolig er at Orkla har prosentvis høyere lønnskostnader og andre driftskostnader. Dette mulig forklaring er at Orkla opererer i et geografisk område med høyere kostnadsnivå, da bransjens marginer er beregnet globalt. En annen forklaring kan være at det kreves større driftskostnader, som eksempelvis markedsføring og forskning-og utvikling, for å kunne opprettholde salg.

På lang sikt forutsettes det ofte at driftsmargin vil reverseres mot bransjegenomsnittet (mean reversion). Det er også en rimelig antagelse at bransjens driftsmargin vil være noe lavere i steady state enn på dagens nivå, da konkurranseintensiteten på lang sikt vil føre til press på priser og marginer. Det forventes derfor at Orklas netto driftsmargin vil være fallende på lang sikt. Dette skyldes hovedsakelig den identifiserte trusselen fra substitutter i form av handelens egne merkevarer. Som nevnt i kapittel 4, ventes det nå at handelens egne merkevarer tar opp kampen med eksisterende merkevarer også når det kommer til kvalitet. Dette er en stor forskjell fra tidligere, hvor det har blitt regnet som lavprisprodukter. Dersom handelens egne merkevarer stjeler markedsandeler, er det en rimelig antagelse at det vil komme en økning i kostnader relatert til å opprettholde eksisterende markedsposisjon, eksempelvis markedsføring, som også trekker i retning av en noe lavere driftsmargin. Det er heller ikke ventet en forskjell i det høye kostnadsnivået som nå er i Norden og Baltikum.

På den annen side så forventes det en liten nedgang i omløpshastighet til netto driftseiendeler, som følge av økt investeringsbehov. Normalt sett vil en lavere onde føre til økt margin. Det må imidlertid anvendes at den predikerte nedgangen i onde er forholdsvis liten, og at den ikke nødvendigvis vil ha effekt på marginen. I tillegg kan det nevnes at Orkla har et stort fokus på å utnytte synergieffekter på tvers av kategorier. Dersom Orkla lykkes med dette i fremtidige perioder, kan det føre til mer effektivisert produksjon og bedre utnyttelse av stordriftsfordeler. Likevel vurderes dette i dag som en av Orklas styrker, og det er usikkert hvorvidt en bedring på dette området vil føre til høyere marginer i fremtiden.

Som nevnt i analysen av makrofaktorer i kapittel 4 kan en mulig endring i det nordiske matvaremarkedet ventes i form av lempelser i tollvernet. Dette kan åpne opp for økt konkurranse. På sikt kan derfor priskonkurranse være en større faktor for Orkla. I tillegg kan det knytte seg økte kostnader til prosessen med å opprettholde markedsandeler. Det antas derfor at dette er med på å drive ned den langsiktige marginen for Orkla.

En helhetlig vurdering taler for en liten reduksjon i netto driftsmargin i fremtidige perioder, primært grunnet substituttrusselen fra handelens egne merkevarer.



Figur 9-6: Orklas budsjetterte driftsmargin

Netto driftsmargin	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1	T+2
Netto driftsresultat t	3 590	3 646	3 854	3 984	4 119	4 259	4 404	4 496	4 558	4 588	4 584	4 745	4 911
/Driftsinntekt t	39 460	41 433	43 794	46 323	49 033	51 938	55 055	58 014	60 770	63 276	65 491	67 783	70 156
= Netto driftsmargin, ndm t	0,091	0,088	0,088	0,086	0,084	0,082	0,080	0,078	0,075	0,073	0,070	0,070	0,070

Tabell 9-2: Orklas budsjetterte driftsmargin

9.4.3 Netto driftseiendeler

Ved budsjettering av netto driftseiendeler tas det utgangspunkt i budsjettdriveren omløpet til netto driftseiendeler. Formelen under viser beregningen av netto driftseiendeler.

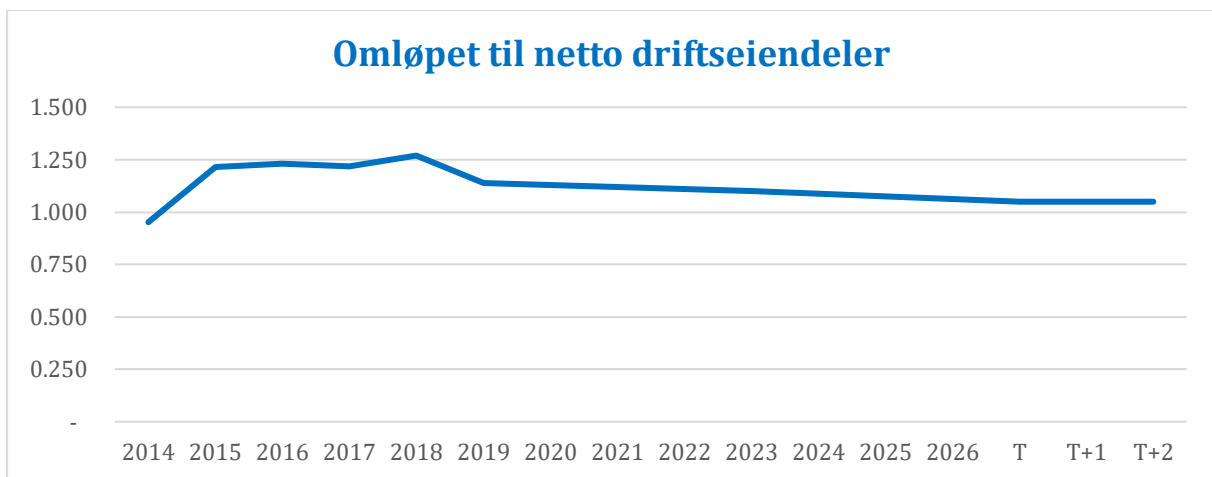
$$NDE_{t-1} = \frac{DI_t}{onde_t}$$

NDE = netto driftseiendeler, DI = driftsinntekter, onde = omløpet til netto driftseiendeler

Som følge av at omløpshastigheten er driveren for netto driftseiendeler, må vi først estimere forventet omløpshastigheten for å kunne budsjettere netto driftseiendeler. Vi observerte i kapittel 8 at Orkla hadde en omløpsfordel overfor bransjen over hele analyseperioden. Dette innebærer at Orkla har en mer effektiv utnyttelse av ressursene enn bransjen. Orkla har hatt et sterkt fokus på å effektivisere produksjonen, og utnytte synergieffekter på tvers av ulike kategorier. Det kan også virke som restruktureringen har vært en viktig bidragsyter for å kunne effektivisere produksjonen, og kan være en faktor til den høye omløpsfordelen i

analyseperioden. Vi forventer videre at omløpshastigheten vil være fallende på kort sikt, men fortsatt over bransjegjennomsnittet. Vi forventer videre at omløpshastigheten vil være fallende på kort sikt. Dette skyldes at det forventes en økning i driftsinvesteringer som følge av salg av Sapa.

Som nevnt i kapittel 4 vil Orklas innovasjonsevne være avgjørende for å kunne opprettholde videre organisk vekst. Som følge av dette forutsetter vi at det vil kreve større investeringer i fremtiden for å kunne holde følge med teknologiske fremskritt i produksjonen. Dette kan også relateres til trusselen fra handelens egne merkevarer. En substituttrussel kan medføre et enda større behov for innovasjon og effektivitet i produksjonen, som taler for at en økning i investeringer virker rimelig. I tillegg forventes det at Orkla vil ha fallende netto driftsmargin i prognoseperioden, som også kan tale for en økning i investeringer for å effektivisere produksjonen og få lavere kostnader. Totalt sett forventer vi at omløpshastigheten vil konvergere mot bransjegjennomsnittet på lang sikt.



Figur 9-7: det budsjetterte omløpet til netto driftseiendeler i Orkla

Omløpet til netto driftseiendeler	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	T+1	T+2
Driftsinntekter t	39 460	41 433	43 794	46 323	49 033	51 938	55 055	58 014	60 770	63 276	65 491	67 783	70 156
/ Netto driftseiendeler t-1	32 358	32 638	38 416	40 994	43 780	46 791	50 050	53 346	56 530	59 554	62 372	64 555	66 815
= onde t	1,219	1,269	1,140	1,130	1,120	1,110	1,100	1,088	1,075	1,063	1,050	1,050	1,050

Tabell 9-3: det budsjetterte omløpet til netto driftseiendeler i Orkla

9.4.4 Netto finansiell gjeld

Den fremtidige utviklingen i netto finansiell gjeld vil være avhengig av utviklingen i finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Vi vil følgelig budsjettere finansiell gjeld og finansielle eiendeler individuelt, som vil gi et estimat på fremtidig netto finansiell gjeld.

Finansiell gjeld

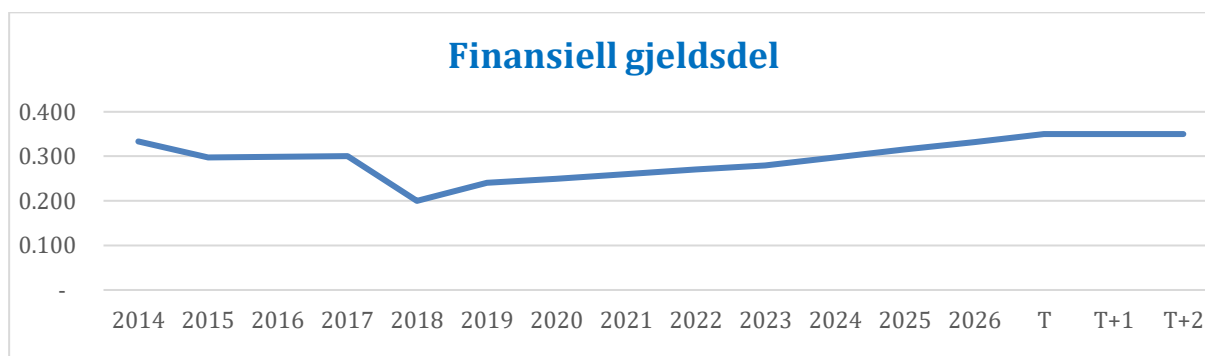
Finansiell gjeld blir fremskrevet ved å multiplisere finansiell gjeldsdel med netto driftseiendeler.

$$FG_t = fgd_t * NDE_t$$

FG = finansiell gjeld, fgd = finansiell gjeldsdel, NDE = netto drifteieendeler

Over analyseperioden har Orkla hatt en gjennomsnittlig gjeldsdel på 29,10 % og bransjen et gjennomsnitt på 28,57 %. Dette gir en liten differanse, men innebærer at det er lite som skiller hvordan Orkla og bransjen henter kapital fra finansmarkedet. I følge Knivsflå (2017m) vil bransjegjennomsnittet kunne gi en rimelig forventning på selskapets finansielle gjeldsdel.

På kort ikt forutsettes det at deler av salget av Sapa vil benyttes til å betale ned gjeld, og det er følgelig budsjettert med en nedgang i finansiell gjeldsdel på kort sikt. For å kunne opprettholde videre vekst, ventes det at selskapet må foreta større investeringer for å kunne øke innovasjonsevne og effektivisere produksjonen. Dette taler for at det virker rimelig med en økning i finansiell gjeld i prognoseperioden. Knivsflå (2017m) argumenterer som nevnt innledningsvis at bransjegjennomsnittet kan være en rimelig forventning på selskapets finansielle gjeldsdel. En interessant observasjon er at selv om Orklas og bransjens gjennomsnittlige gjeldsdel er tilnærmet lik, har bransjen hatt en jevn økning i finansiell gjeldsdel over analyseperioden. Det er lite som tyder på at det vil være endring på dette området. I tillegg kan det nevnes at gjennomsnittlig gjeldsdel på Oslo Børs er 50%. Vi forutsetter at Orkla vil fortsette å ha en lavere andel enn gjennomsnittet på Oslo Børs, men at andelen vil nærme seg dette snittet på lang sikt. For selskaper som opplever aggressiv vekst og volatilitet, kan det være høy risiko knyttet til å ha en høy gjeldsdel. Orkla opererer imidlertid i en stabil bransje, som taler for at det er mulig å øke gjeldsdelen uten at det blir for høy risiko.



Figur 9-8: budsjetterte finansiell gjeldsdel i Orkla

Finansielle eiendeler

Finansielle eiendeler blir fremskrevet ved å multiplisere finansiell eiendelsdel med netto driftseiendeler.

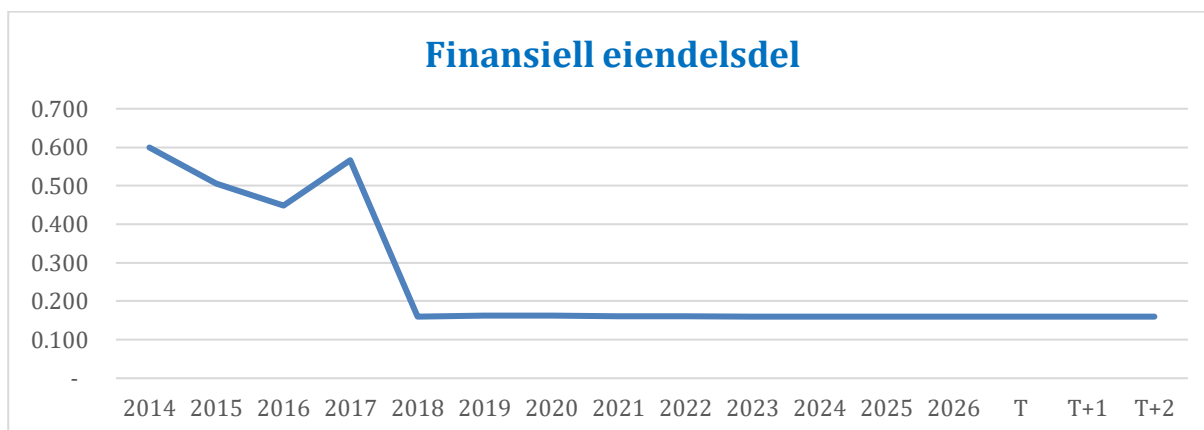
$$FE_t = fed_t * NDE_t$$

FE = finansielle eiendeler, fed = finansiell eiendelsdel, NDE = netto drifteieendeler

Over analyseperioden har Orkla en gjennomsnittlig eiendelsdel på 51 %, mens bransjen har et gjennomsnitt på 22 %. Dette gir en differanse på hele 29 %. Differansen skyldes i stor grad at Orkla har hatt store investeringer i tilknyttet og felleskontrollert virksomhet.

Orkla har over flere år jobbet med å omforme selskapet fra et konglomerat til et rendyrket merkevareselskap. De har tidligere hatt store investeringer i tilknyttet og felleskontrollert virksomhet, og har jobbet aktivt med å selge seg ut av virksomhet som ikke er tilknyttet merkevarevirksomheten. Som nevnt tidligere i oppgaven solgte Orkla ut investeringen i Sapa. Dette medførte en betydelig endring i selskapets struktur i henhold til finansielle eiendeler. Eiendelen er inkludert i den omgrupperte balansen under finansielle omløpsmidler. Når denne fordringen er oppgjort, vil selskapet sitte igjen med en betydelig lavere finansiell eiendelsdel. Det synes rimelig å forvente at selskapet ikke vil foreta nye investeringer på dette området. Dette fører til at det vil budsjetteres en langt lavere andel finansielle eiendeler fra og med 2018.

Andelene settes konstant på 16 % gjennom hele prognoseperioden, hvilket er noe under bransjegjennomsnittet og snittet på Oslobørs (Knivsflå, 2017m). Historisk har finansielle eiendeler hovedsakelig bestått av investeringer, samt en liten andel kontanter og fordringer. De to sistnevnte kan ventes å øke noe i prognoseperioden. Totalt sett forventes det at finansiell eiendelsdel vil bevege seg jevnt mot bransjegjennomsnittet på kort og mellomlang sikt, men stabilisere seg et stykke under bransjegjennomsnittet og gjennomsnittet på Oslo Børs, som er på 20 %.



Figur 9-9: budsjettert finansiell eiendelsdel i Orkla

Oppsummering netto finansiell gjeld

Etter å ha budsjettert finansiell gjeld- og eiendelsdel, kan netto finansiell gjeld estimeres. Dette vises i tabell 9-4.

Netto finansiell gjeld	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
fgd t	0,301	0,200	0,240	0,250	0,260	0,270	0,280	0,298	0,315	0,333	0,350	0,350	0,350
*NDE t	32 638	38 416	40 994	43 780	46 791	50 050	53 346	56 530	59 554	62 372	64 555	66 815	69 153
FG t	9 809	7 683	9 839	10 945	12 166	13 513	14 937	16 818	18 760	20 739	22 594	23 385	24 204
fed t	0,567	0,160	0,163	0,162	0,162	0,161	0,160	0,160	0,160	0,160	0,160	0,160	0,160
*NDE t	32 638	38 416	40 994	43 780	46 791	50 050	53 346	56 530	59 554	62 372	64 555	66 815	69 153
FE t	18 498	6 147	6 682	7 103	7 557	8 045	8 535	9 045	9 529	9 980	10 329	10 690	11 065
NFG = FG t - FE t	- 8 689	1 537	3 157	3 842	4 609	5 468	6 402	7 773	9 231	10 759	12 266	12 695	13 139

Tabell 9-4: netto finansiell gjeld for Orkla i budsjettperioden

9.4.5 Netto finanskostnad

Finanskostnad

For å budsjettere finanskostnad benyttes følgende formel:

$$NFK_t = fgr_t * FG_{t-1}$$

NFK = netto finanskostnad, fgr = finansiell gjeldsrente, FG = finansiell gjeld

I kapittel 8 kom det frem at Orkla har en marginal tidsvektet gjennomsnittlig finansieringsfordel på 0,4 % over analyseperioden. Dette indikerer at finansiell gjeldsrente har vært ulik finansielt krav. Dette viser at renten kan avvike fra kravet over tid, og en finansieringsfordel betyr i realiteten at Orkla betaler mindre i renter enn hva markedet krever. I henhold til Miller & Modigliani (Knivsflå, 2017i) sin teori om at selskapsverdi er uavhengig av finansieringsstruktur i et effisient marked, burde finansieringsfordelen i realiteten vært null (Damodaran, 2012). I tillegg rapporterer selskapet etter IFRS, hvor finansiell gjeld er et godt estimat på virkelig verdi. På bakgrunn av dette kan bokført finansiell gjeld anses som virkelig verdi av finansiell gjeld, og finansiell rente settes følgelig lik finansielt gjeldskrav i prognoseperioden.

Finansinntekt

For å budsjettere finanskostnad benyttes følgende formel:

$$NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$$

NFI = netto finansinntekt, fer = finansiell eiendelsrentabilitet, FE = finansielle eiendeler

Finansiell eiendelsrentabilitet er budsjettdriveren for finansinntekter, og vi må følgelig først estimere denne for å kunne budsjettere finansinntekter. Ved estimering av finansiell eiendelsrentabilitet, vil de samme forutsetningen som for finanskostnader anvendes. Det medfører at i prognoseperioden vil finansiell eiendelsrentabilitet være lik finansielt eiendelskrav

Oppsummering netto finanskostnad

Etter å ha budsjettert finansinntekt og finanskostnad, kan netto finanskostnad estimeres. Dette vises i tabell 9-5

Netto finanskostnad	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
fgr t	0,018	0,014	0,016	0,017	0,019	0,024	0,026	0,027	0,029	0,030	0,035	0,035	0,035
FG t-1	9 668	9 809	7 683	9 839	10 945	12 166	13 513	14 937	16 818	18 760	20 739	22 594	23 385
FK t	174	138	120	169	205	295	348	408	486	570	722	786	814
fer t	0,074	0,037	0,039	0,040	0,042	0,043	0,045	0,046	0,048	0,050	0,054	0,054	0,054
FE t-1	14 529	18 498	6 147	6 682	7 103	7 557	8 045	8 535	9 045	9 529	9 980	10 329	10 690
FI t	1 072	689	238	269	297	328	361	397	434	472	538	557	577
Netto finanskostnad	- 898	- 550	- 118	- 100	- 92	- 33	- 13	12	51	98	184	229	237

Tabell 9-5: Orklas budsjetterte netto finanskostnad

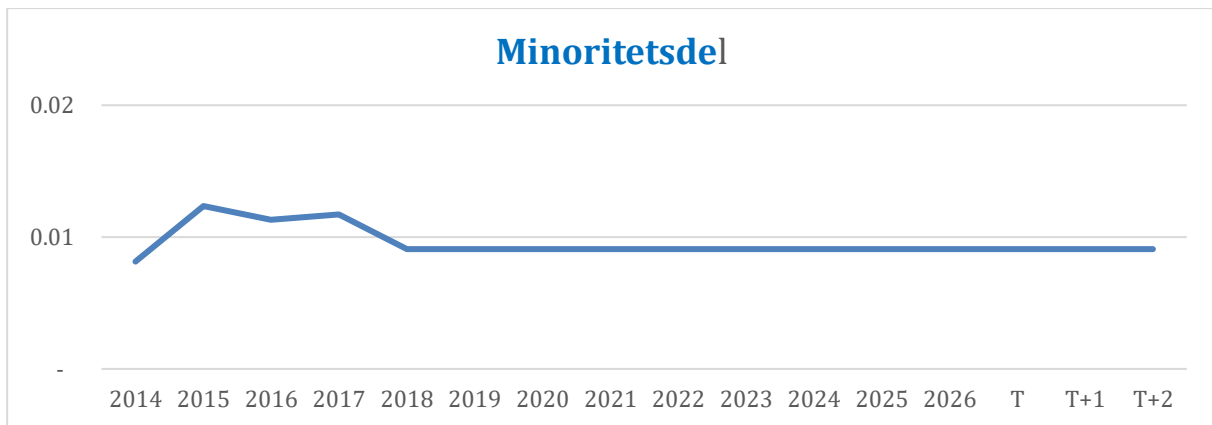
9.4.6 Minoritetsinteresse

For å budsjettere minoritetsinteresse tas det utgangspunkt i selskapets minoritetsdel.

$$MI_t = mid_t * NDE_t$$

MI = minoritetsinteresser, mid = minoritetsdel, NDE = netto driftseiendeler

Knivflå (2017m) hevder at det er rimelig å forvente at finansieringsfordel til minoritetsinteressen er tilnærmet null. Dette skyldes at dersom minoriteten oppnår avkastning utover kravet, vil det være ønskelig for majoriteten å presse ut minoriteten. Dersom minoriteten oppnår avkastning som er lavere enn kravet, vil det derimot være ønskelig å beholde minoriteten. Dette skyldes at minoriteten vil da ta en del av tapet. I kapittel 8 ble det observert en marginal finansieringsulempe knyttet på 0,03 %. Dette er tilnærmet lik 0, og i tråd med forventningene. Som følge av at Orkla historisk sett har hatt en svært lav minoritetsdel, med et gjennomsnitt på 1 %, er det lite som tyder på at dette kommer til å endre seg i fremtiden. Vi velger følgelig å legge minoritetsdel lik gjennomsnittsnivået på 1 % over prognoseperioden.



Figur 9-10: Minoritetsdel i prognoseperioden

Minoritetsinteresse	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
mid t	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
NDE t	32 638	38 416	40 994	43 780	46 791	50 050	53 346	56 530	59 554	62 372	64 555	66 815	69 153
MI t	420	384	410	438	468	500	533	565	596	624	646	668	692

Tabell 9-6: minoritetsandel i Orkla i budsjettperioden

Netto minoritetsresultat

Netto minoritetsresultat budsjetteres med utgangspunkt i budsjettdriveren minoritetsrentabilitet.

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

NMR = netto minoritetsresultat, mir = minoritetsrentabilitet, MI = minoritetsinteresser

I kapittel 8 observerte vi at Orkla har en finansieringsulempe knyttet til minoriteten på 0,03 %. Det kan indikere at selskapet ikke har klart å presse minoriteten fullt ut. Minoritetsrentabiliteten kan i fremtiden forutsettes å være lik minoritetskravet dersom majoriteten klarer å presse ut minoriteten, eller dersom minoritetsinteressen balanseføres til virkelig verdi. Det er vanskelig å konkludere hvorvidt Orkla vil klare å presse ut minoriteten over tid, og eliminere minoritetens meravkastning. Vi vurderer det som en rimelig forutsetning at det ikke vil være finansieringsfordel eller ulempe knyttet til minoriteten i fremtiden, og rentabiliteten settes følgelig lik kravet.

Netto minoritetsresultat	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
mir t	0,122	0,077	0,075	0,077	0,079	0,081	0,083	0,085	0,087	0,089	0,094	0,095	0,095
* Mlt-1	402	420	384	410	438	468	500	533	565	596	624	646	668
NMR t	49	32	29	32	35	38	42	45	49	53	59	61	64

Tabell 9-7: Netto minoritetsresultat i budsjettperioden

9.5 Fremtidsregnskap

9.5.1 Resultatregnskap

Tabell 9-8 viser det budsjetterte fremtidsregnskapet. Unormalt nettoresultat er satt lik 0, da unormale poster ikke forventes å være gjentakende. Videre er fri kontantstrøm til egenkapitalen lik netto utbytte, og er beregnet residualt.

Resultatregnskap	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Driftsinntekter	39 460	41 433	43 794	46 323	49 033	51 938	55 055	58 014	60 770	63 276	65 491	67 783	70 156
Netto driftsresultat	3 590	3 646	3 854	3 984	4 119	4 259	4 404	4 496	4 558	4 588	4 584	4 745	4 911
Netto finansinntekt	1 072	689	238	269	297	328	361	397	434	472	538	557	577
Nettoresultat til sysselsatt kapital	4 662	4 335	4 092	4 253	4 416	4 587	4 766	4 893	4 992	5 060	5 123	5 302	5 487
Netto finanskostnad	186	138	120	169	205	295	348	408	486	570	722	786	814
Netto minoritetsresultat	49	32	29	32	35	38	42	45	49	53	59	61	64
Nettoresultat til egenkapital	4 426	4 164	3 943	4 052	4 177	4 254	4 376	4 439	4 457	4 436	4 342	4 454	4 610
Unormalt nettoresultat	142	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig nettoresultat	4 569	4 164	3 943	4 052	4 177	4 254	4 376	4 439	4 457	4 436	4 342	4 454	4 610
Netto utbetalt utbytte	479	8 576	3 011	1 980	1 962	1 887	2 046	2 659	2 921	3 174	3 687	2 647	2 740
Endring i egenkapital	4 090	- 4 411	932	2 073	2 214	2 367	2 330	1 781	1 536	1 262	655	1 808	1 871

Tabell 9-8: Orklas resultatregnskap i budsjettperioden

9.5.2 Balanse

Den fremtidige balansen er presentert i tabell 9-9 og 9-10, ved henholdsvis sysselsatt kapital og netto driftskapital. Egenkapitalen beregnes residualt ved å trekke finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra sysselsatt kapital.

Balanse	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Netto driftseiendeler	32 638	38 416	40 994	43 780	46 791	50 050	53 346	56 530	59 554	62 372	64 555	66 815	69 153
Finansielle eiendeler	18 498	6 147	6 682	7 103	7 557	8 045	8 535	9 045	9 529	9 980	10 329	10 690	11 065
Sysselsatte eiendeler	51 136	44 562	47 676	50 883	54 348	58 095	61 881	65 575	69 083	72 352	74 884	77 505	80 218
Egenkapital	40 907	36 495	37 428	39 500	41 714	44 081	46 411	48 192	49 728	50 989	51 644	53 452	55 323
Minoritetsinteresse	420	384	410	438	468	500	533	565	596	624	646	668	692
Finansiell gjeld	9 809	7 683	9 839	10 945	12 166	13 513	14 937	16 818	18 760	20 739	22 594	23 385	24 204
Sysselsatt kapital	51 136	44 562	47 676	50 883	54 348	58 095	61 881	65 575	69 083	72 352	74 884	77 505	80 218

Tabell 9-9: sysselsatt kapital i Orkla i budsjettperioden

Netto driftskapital	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Netto driftseiendeler	32 638	38 416	40 994	43 780	46 791	50 050	53 346	56 530	59 554	62 372	64 555	66 815	69 153
Egenkapital	40 907	36 495	37 428	39 500	41 714	44 081	46 411	48 192	49 728	50 989	51 644	53 452	55 323
Minoritetsinteresse	420	384	410	438	468	500	533	565	596	624	646	668	692
Netto finansiell gjeld	- 8 689	1 537	3 157	3 842	4 609	5 468	6 402	7 773	9 231	10 759	12 266	12 695	13 139
Netto driftskapital	32 638	38 416	40 994	43 780	46 791	50 050	53 346	56 530	59 554	62 372	64 555	66 815	69 153

Tabell 9-10: netto driftskapital i Orkla i budsjettperioden

9.5.3 Kontantstrøm

Tabell 9-11 viser budsjettert kontantstrømoppstilling.

Kontantstrøm	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Netto driftsresultat, fullstendig	3 646	3 854	3 984	4 119	4 259	4 404	4 496	4 558	4 588	4 584	4 745	4 911
- Endring i netto driftseiendeler	5 778	2 578	2 786	3 012	3 258	3 296	3 184	3 024	2 818	2 183	2 259	2 339
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fri kontantstrøm fra drift	- 2 132	1 276	1 198	1 107	1 001	1 108	1 312	1 533	1 769	2 401	2 485	2 572
+ Netto finansinntekter, fullstendig	689	238	269	297	328	361	397	434	472	538	557	577
+ Unormale netto finansinntekter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i finansielle eiendeler	- 12 351	535	421	454	489	490	509	484	451	349	362	374
= Fri kontaktstrøm til sysselsatt ka	10 908	979	1 046	951	840	980	1 200	1 484	1 791	2 590	2 681	2 775
- Netto finanskostnad, fullstendig	138	120	169	205	295	348	408	486	570	722	786	814
+ Endring i finansiell gjeld	- 2 126	2 155	1 106	1 221	1 348	1 423	1 881	1 942	1 979	1 856	791	818
- Netto minoritetsresultat, fullstendig	32	29	32	35	38	42	45	49	53	59	61	64
+ Endring i minoritetsinteresser	- 36	26	28	30	33	33	32	30	28	22	23	23
= Fri kontantstrøm til egenkapital	8 576	3 011	1 980	1 962	1 887	2 046	2 659	2 921	3 174	3 687	2 647	2 740

Tabell 9-11: kontantstrømmen i Orkla i budsjettperioden

10. Fremtidskrav og strategisk fordel

I dette kapitlet beregnes fremtidskravene til Orkla som skal benyttes som diskonteringsrenter i verdsettelsesmodellene i kapittel 11. I denne sammenhengen vil vi i dette kapitlet beregne avkastningskrav til egenkapitalen, netto finansiell gjeld og netto driftskrav. Kravene som beregnes her bygger på teorien presentert i kapittel 7.

10.1 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

Beregningen av det fremtidige egenkapitalkravet vil tilsvarende beregningen for det historiske kravet ta utgangspunkt i kapitalverdimodellen. Oppgaven vil i det videre derfor drøfte forutsetninger for valg av risikofri rente, markedsrisikopremie og illikviditetspremie.

10.1.1 Risikofri rente

Under beregningen av det historiske egenkapitalkravet i kapittel 7 brukte vi tiårige statsobligasjoner til beregning av risikofri rente. Som diskutert der representerer risikofri rente en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller mislighetsrisiko (Kaldestad og Møller, 2016). Ifølge Kaldestad og Møller (2016) er statsobligasjoner det nærmeste man kommer dette. Vi valgte å benytte oss av tiårige statsobligasjoner, hovedsakelig fordi denne varierer mindre enn en kort rente, og at Orkla forventes å ha lang levetid. For ytterligere problematisering rundt dette valget vises det til kapittel 7.

Ved å se på historiske rentenivåer, kan det argumenteres for at dagens rentenivå er unormalt lavt. De tiårige statsobligasjonene pr 31.12.2016 ligger på 1,33. For å få en mer normal risikofri rente i fremtidsregnskapet, velger vi derfor å legge til NIBOR-renten som del av forklaringen på fremtidig risikofrirente. Dette gjør at vi inkluderer historiske rentenivåer i beregningen av fremtidig risikofri rente.

Estimatet vårt for fremtidig risikofri rente består dermed av to faktorer: NIBOR-renten i perioden 1996-2016 og de tiårige statsobligasjonene pr 31.12.2016.

Den gjennomsnittlige NIBOR-renten for de tjue siste årene er 3,80. Vi mener denne representerer et bedre bilde på en normal risikofri rente enn statsobligasjonene. Vi multipliserer derfor denne renten med en vekt på 0,75, mens statsobligasjonene tillegges en vekt på 0,25. Et alternativ ville vært å gjøre en skjønnsmessig vurdering av renten og tillegge en justeringsfaktor. Vi mener imidlertid at vektingen presentert over gir et bedre estimat.

Utregningen av den estimerte langsiktige renten vises i tabell 10-1. Dette representerer den risikofrie renten i år T. I perioden 2017 til år T antar vi at den risikofrie renten vokser lineært.

Estimert langsiktig rente	
(3/4) * Gj.snittlig månedlig Nibor 97	3,80 %
+ (1/4) * 10 årig statsobligasjonsren	1,33 %
= Estimert langsiktig rente	0,032

Tabell 10-1: Beregning av langsiktig rente i periode T

Neste steg i beregningen er å trekke fra en kortsiktig risikopremie før skatt. Figur 7-6 i kapittel 7.3.1 gir kort kredittrisikopremie etter skatt på 0,04. Med en skattesats på 23 % gir dette en før skatt kredittrisikopremie på tilnærmet 0,05. Skattesatsen i beregningen er 23 % i alle fremtidige år. Vi vet at Stortinget på sikt har som mål å redusere denne til 20 % for å tilnærme seg EUs selskapsskatt. Det er imidlertid ikke spesifisert når ytterligere endringer vil skje, og vi velger derfor å holde oss til 23 % i denne beregningen. Med ovennevnte forutsetninger og beregninger til grunn, blir den risikofrie renten i den fremtidige perioden slik:

Risikofri rente	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Gjennomsnittlig bankrating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Skattesats	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23
Nibor - 3 måneders	0,010	0,012	0,014	0,016	0,018	0,020	0,022	0,024	0,026	0,032	0,032	0,032
- Kort krp bank før skatt	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,01	0,01	0,01
= Risikofri før skatt	0,005	0,007	0,009	0,011	0,013	0,015	0,017	0,019	0,021	0,027	0,027	0,027
- Skatt	0,001	0,002	0,002	0,003	0,003	0,004	0,004	0,004	0,005	0,006	0,006	0,006
= Risikofri etter skatt	0,004	0,006	0,007	0,009	0,010	0,012	0,013	0,015	0,016	0,021	0,021	0,021

Tabell 10-2: Orklas fremtidige risikofrie rente etter skatt

10.1.2 Markedets risikopremie

Markedsrisikopremie er et estimat det er stor usikkerhet knyttet til, og som følgelig vil være vanskelig å predikere. Kaldestad og Møller mener derfor at det beste estimatet på fremtidig risikopremie vil være dagens estimat. Dette argumentet støttes av Damodaran (2012), som også mener den vanligste metoden for å predikere markedsrisikopremie er å ta utgangspunkt i dagens nivå. Dette er i tråd med det anbefalte nivået til Gjesdal og Johnsen (1999) på 4-5 %. Dette medfører at vi velger å sette markeds risikopremie lik dagens nivå, og konstant i hele prognoseperioden.

Markedsrisikopremie	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Markedsrisikopremie	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480

Tabell 10-3: fremtidig markedsrisikopremie

10.1.3 Egenkapitalbeta

I likhet med historisk egenkapitalbeta, vil fremtidig egenkapitalbeta variere med finansiell risiko. I tråd med Miller & Modigliani sin første proposisjon om at selskapets verdi er uavhengig av finansieringsstruktur, forutsetter vi at netto driftsbeta vil holdes konstant. Dermed vil netto driftsbeta i prognoseperioden være lik historisk netto driftsbeta på 0,474. Egenkapitalbetaen kan videre beregnes residualt. Dette vises i tabell 10-4.

Netto driftsbeta	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Egenkapitalbeta	0,677	0,605	0,631	0,638	0,644	0,651	0,658	0,671	0,685	0,699	0,714	0,714
* Egenkapitalvekt	1,266	0,960	0,923	0,912	0,902	0,891	0,880	0,863	0,845	0,828	0,810	0,810
+ NFG-beta	1,437	- 2,671	- 1,409	- 1,229	- 1,078	- 0,966	- 0,874	- 0,761	- 0,674	- 0,604	- 0,547	- 0,547
* Netto finansiell gjeldsvekt	- 0,266	0,040	0,077	0,088	0,099	0,109	0,120	0,138	0,155	0,173	0,190	0,190
= Netto driftsbeta	0,474	0,474	0,474	0,474	0,474	0,474	0,474	0,474	0,474	0,474	0,474	0,474

Tabell 10-4: fremtidig egenkapitalbeta i Orkla

10.1.4 Illikviditetspremie

Likviditetspremien ble i kapittel 7.2.4 satt til 1 % for majoriteten og 3 % for minoriteten. Av elementene diskutert i kapittel 7, har vi ikke identifisert noen fremtidige forhold som skulle

tilsi endring i disse. Således kan det være rimelig å si at historisk illikviditetspremie er representativ for fremtiden.

I diskusjonen knyttet til fremtidig illikviditetspremie vil vi imidlertid introdusere et nytt element. Avhengig av hvilke aksjonærer som er tilknyttet selskapet kan nemlig eierskatt også påvirke egenkapitalkravet. Først og fremst knytter dette seg til vridningseffekter grunnet utbytteskatt, men formueskatt kan også ha en effekt. Vi velger i det følgende å behandle illikviditetspremien som summen av opprinnelig illikviditetspremie, virkningen av utbytteskatt og virkningen av formueskatt:

$$ilp = ilp' + ekk * \frac{\tau}{1 - \tau} + \tau_{fm}$$

illikviditetspremie = opprinnelig illikviditetspremie + virkning av utbytte og gevinstskatt + virkning av eierskatt (Knivsflå, 2017n)

Ifølge Knivsflå (2017n) er det to måter å behandle virkningen av utbytteskatt på med tanke på beregning av avkastningskravet til egenkapitalen. Det første synet argumenterer for at utbytteskatten er systematisk og inngår i alternativkostnaden ettersom den rammer alle investeringer. Dette medfører at man i verdsettelse kan se bort fra utbytteskatt. Et alternativt syn er at utbytteskatten ikke er systematisk fordi det ikke rammer alle investeringer og investorer. Dette grunngis med at skjerming, fravær av utbytteskatt for norske selskap, samt skattetilpasning gjør at den effektive skattesatsen blir mye lavere enn nominell sats. Det er bare personlige skatteyttere som får denne skatten. Når det gjelder formueskatten, vil den effektive formueskatten være lavere enn den nominelle ettersom utenlandske selskap og aksjonærer har et fribeløp, samt ingen formueskatt.

I Orklas tilfelle er det særlig interessant å studere aksjonærlisten for selskapet. Denne er oppgitt i avsnitt 2.5. Vi noterer oss at de store aksjonærene er selskaper. Vi antar derfor at utbytteskatten ikke vil ha noen stor effekt for verdsettelsen av Orkla. Dette medfører at vi ikke ser noe behov for å øke illikviditetspremien. Den holdes derfor på 1 % for majoriteten og 3 % for minoriteten.

10.1.5 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

Tabell 10-5 viser egenkapitalkravene i budsjettperioden. Vi observerer at kravet øker mot slutten av perioden, som hovedsakelig skyldes økt risikofri rente og en noe høyere egenkapitalbeta.

Egenkapitalkrav etter skatt	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Risikofrirente etter skatt	0,004	0,006	0,007	0,009	0,010	0,012	0,013	0,015	0,016	0,021	0,021	0,021
+ Justert BETA	0,677	0,605	0,631	0,638	0,644	0,651	0,658	0,671	0,685	0,699	0,714	0,714
* Risikopremie etter skatt	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
= Egenkapitalkrav	0,037	0,035	0,037	0,039	0,041	0,043	0,045	0,047	0,049	0,054	0,055	0,055
+ Illikviditetspremie majoritet	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
= Egenkapitalkrav etter skatt	0,047	0,045	0,047	0,049	0,051	0,053	0,055	0,057	0,059	0,064	0,065	0,065

Tabell 10-5: utvikling i Orklas fremtidige egenkapitalkrav etter skatt

Minoritetskrav	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Egenkapitalkrav	0,047	0,045	0,047	0,049	0,051	0,053	0,055	0,057	0,059	0,064	0,065	0,065
+ Likviditetspremie	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
= Minoritetskrav	0,077	0,075	0,077	0,079	0,081	0,083	0,085	0,087	0,089	0,094	0,095	0,095

Tabell 10-6: Minoritetskrav i budsjettperioden

10.2 Finansielle krav

10.2.1 Syntetisk rating

De fremtidige finansielle kravene beregnes med utgangspunkt i fremtidsregnskapet i kapittel 9. For å kunne estimere kravet til netto finansiell gjeld, må det først estimeres kravet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Grunnet at selskapets finansielle krav estimeres med utgangspunkt i sannsynlighet for mislighet, er det derfor ønskelig å utarbeide en ny syntetisk rating for fremtidsregnskapet. Dette gjøres på tilsvarende måte som i kapittel 6, som innebærer å anslå likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, netto driftsrentabilitet og egenkapitalprosent.

Det oppstår her et problem i forhold til beregning av likviditetsgrad 1. Dette skyldes at det omgrupperte fremtidsregnskapet fremstilles på aggregert nivå, jf. kapittel 9.3.2, som medfører at man ikke klarer å skille ut omløpsmidler og kortsiktig gjeld fra balansen. Som følge av dette har vi foretatt en forenkling, hvor det tas utgangspunkt i likviditetsgrad 1 i siste historiske regnskapsår og deretter en lineær konvergering mot bransjegjennomsnittet i budsjettthorisonen. Rentedekningsgraden er beregnet på tilsvarende måte som i kapittel 6.

Egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet beregnes på lik måte som i kapittel 6. Det kan imidlertid nevnes at for å kunne beregne egenkapitalprosenten, må det først foretas en mellomberegning for å finne total kapital. Dette gjøres ved å dividere egenkapital på sysselsatt kapital, som igjen justeres for historisk gjennomsnitt av sysselsatt kapital og total kapital.

Hjelpeberegning EK-%	2014	2015	2016	2017	Snitt
Sysselsatt kapital	43 755	46 210	46 887	51 136	
Total kapital	56 661	60 787	62 153	67 492	
SSK/TK	0,77	0,76	0,75	0,76	0,76

Tabell 10-7: hjelpeberegning for å finne egenkapitalprosenten til Orkla

Tabell 10-8 viser Orklas syntetiske rating i budsjettperioden. Tidlig i budsjettperioden gir forholdstallene en snittrating på A-, som er lik siste historiske regnskapsår. Mot slutten av perioden blir ratingen justert noe ned til BBB, som også er ratingen til budsjettthorisonen. Dette er noe lavere enn historisk tidsvektet gjennomsnitt over analyseperioden, jf. kapittel 6. Dette gir en langsiktig risikopremie på 1,4 %.

Syntetisk rating	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2	Snitt
Likviditetsgrad 1	2,055	1,920	1,785	1,650	1,515	1,380	1,245	1,110	0,975	0,840	0,840	0,840	1,346
Likviditetsgrad 1 - rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BB	BB	B	B	B	B	BB
Rentedekningsgrad	31,37	34,08	25,18	21,57	15,55	13,68	11,99	10,28	8,87	7,10	6,74	6,74	16,095
Rentedekningsgrad - rating	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Egenkapitalprosent	0,63	0,60	0,60	0,59	0,58	0,58	0,57	0,55	0,54	0,53	0,53	0,53	0,570
Egenkapitalprosent - rating	A	A	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,112	0,100	0,097	0,094	0,091	0,088	0,084	0,081	0,077	0,074	0,074	0,074	0,087
Netto driftsrentabilitet - rating	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Snittrating	A-	A-	A-	A-	BBB+	BBB+	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikopremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014

Tabell 10-8: utvikling i fremtidig syntetisk rating med tilhørende kredittrisikopremie

10.2.2 Finansielt gjeldskrav

Med utgangspunkt i estimert fremtidig risikofri rente og kredittrisikopremie fra syntetisk rating, kan vi fastsette kravet til finansiell gjeld. Vi observerer at det finansielle gjeldskravet øker med tiden, som hovedsakelig skyldes en høyere risikofri rente.

Finansielt gjeldskrav	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Risikofrirente etter skatt	0,004	0,006	0,007	0,009	0,010	0,012	0,013	0,015	0,016	0,021	0,021	0,021
+ Kredittrisikopremie	0,01	0,01	0,01	0,01	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
= Finansielt gjeldskrav	0,014	0,016	0,017	0,019	0,024	0,026	0,027	0,029	0,030	0,035	0,035	0,035

Tabell 10-9: Orklas fremtidige finansielle gjeldskrav

10.2.3 Finansielt eiendelskrav

Finansielt eiendelskrav vil bli beregnet på tilsvarende måte som kapittel 7. Knivsflå (2017n) foreslår en fremgangsmåte hvor man tar utgangspunkt i siste historiske regnskapsår, og deretter konvergerer mot tidsvektet historisk andel. Som følge av at Orkla har hatt en svært høy investeringsandel i forhold til hva som forventes videre, settes de ulike andelenes lik siste historiske regnskapsår, og holdes konstant.

FE-krav	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Kontantkrav	0,004	0,006	0,007	0,009	0,010	0,012	0,013	0,015	0,016	0,021	0,021	0,021
* Kontantvekt	0,270	0,270	0,270	0,270	0,270	0,270	0,270	0,270	0,270	0,270	0,270	0,270
+ Fordringskrav	0,014	0,016	0,017	0,019	0,020	0,022	0,023	0,025	0,026	0,031	0,031	0,031
* Fordringsvekt	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
+ Investeringskrav	0,052	0,054	0,055	0,057	0,058	0,060	0,061	0,063	0,064	0,069	0,069	0,069
* Investeringsvekt	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680
= Finansielt eiendelskrav	0,037	0,039	0,040	0,042	0,043	0,045	0,046	0,048	0,050	0,054	0,054	0,054

Tabell 10-10: Orklas fremtidige finansielle eiendelskrav

10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav

Med utgangspunkt i beregningene i kapittel 10.2.1 og 10.2.2, kan det endelige netto finansielle gjeldskravet fastsettes.

NFG-krav	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Finansielt gjeldskrav	0,014	0,016	0,017	0,019	0,024	0,026	0,027	0,029	0,030	0,035	0,035	0,035
Finansiell gjeldsvekt	- 1,129	5,000	3,117	2,849	2,640	2,471	2,333	2,164	2,032	1,928	1,842	1,842
Finansielt eiendelskrav	0,037	0,039	0,040	0,042	0,043	0,045	0,046	0,048	0,050	0,054	0,054	0,054
Finansiell eiendelsvekt	- 2,129	4,000	2,117	1,849	1,640	1,471	1,333	1,164	1,032	0,928	0,842	0,842
Netto finansielt gjeldskrav	0,063	- 0,077	- 0,032	- 0,024	- 0,007	- 0,002	0,002	0,007	0,011	0,017	0,019	0,019

Tabell 10-11: utviklingen i Orkla sitt netto finansielle gjeldskrav

10.2.5 Finansiell gjeldsbeta, finansiell eiendelsbeta og netto finansiell gjeldsbeta

Ettersom vi har utarbeidet de finansielle kravene, kan de finansielle betaene beregnes. Fremgangsmåten vil være tilsvarende som i kapittel 7. De ulike betaene fremstilles i tabellene 10-12, 10-13 og 10-14.

Finansiell gjeldsbeta	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Lang kredittisikopremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
/ Markedspremien	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
= Finansiell gjeldsbeta	0,208	0,208	0,208	0,208	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292
Markedsrisikodel EK	0,146	0,146	0,146	0,146	0,146	0,146	0,146	0,146	0,146	0,146	0,146	0,146
* Justeringsfaktor til gjeld	0,330	0,330	0,330	0,330	0,330	0,330	0,330	0,330	0,330	0,330	0,330	0,330
= Markedsrisikodel FG	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
Finansiell gjeldsbeta	0,010	0,010	0,010	0,010	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014

Tabell 10-12: Orklas finansielle gjeldsbeta i budsjettperioden

Finansiell eiendelsbeta	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontantvekt	0,270	0,270	0,270	0,270	0,270	0,270	0,270	0,270	0,270	0,270	0,270	0,270
+ Fordringsbeta	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
* Fordringsvekt	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680
Finansiell eiendelsbeta	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680

Tabell 10-13: Orklas finansielle eiendelsbeta i budsjettperioden

Netto finansiell gjeldsbeta	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
FG - beta	0,010	0,010	0,010	0,010	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
* Finansiell gjeldsvekt	- 1,129	5,000	3,117	2,849	2,640	2,471	2,333	2,164	2,032	1,928	1,842	1,842
FE - beta	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680
* Finansiell eiendelsvekt	- 2,129	4,000	2,117	1,849	1,640	1,471	1,333	1,164	1,032	0,928	0,842	0,842
NFG - beta	1,437	- 2,671	- 1,409	- 1,229	- 1,078	- 0,966	- 0,874	- 0,761	- 0,674	- 0,604	- 0,547	- 0,547

Tabell 10-14: Orklas netto finansielle gjeldsbeta i budsjettperioden

10.3 Selskapskrav

Selskapskravene viser kravet til de ulike finansieringskildene, og består av netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav. Begge kravene vil anvendes ved verdivurdering, jf. kapittel 11. Netto driftskrav vil også brukes som målestokk ved måling av strategisk fordel, jf. kapittel 10.4. I beregningen av begge kravene vektet egenkapitalen, minoritetsinteresser og gjeld. Forskjellen knytter seg imidlertid til at sysselsatt kapitalkrav benytter finansiell gjeld, mens netto driftskrav benytter netto finansiell gjeld. Vi observerer at begge kravene øker frem mot steady state.

Netto driftskrav	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Egenkapitalkrav	0,047	0,045	0,047	0,049	0,051	0,053	0,055	0,057	0,059	0,064	0,065	0,065
* Egenkapitalvekt	1,253	0,950	0,913	0,902	0,892	0,881	0,870	0,853	0,835	0,818	0,800	0,800
+ Minoritetskrav	0,077	0,075	0,077	0,079	0,081	0,083	0,085	0,087	0,089	0,094	0,095	0,095
* Minoritetsvekt	0,013	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,063	- 0,077	- 0,032	- 0,024	- 0,007	- 0,002	0,002	0,007	0,011	0,017	0,019	0,019
* Netto finansiell gjeldsvekt	- 0,266	0,040	0,077	0,088	0,099	0,109	0,120	0,138	0,155	0,173	0,190	0,190
= Netto driftskrav	0,042	0,040	0,042	0,043	0,046	0,047	0,049	0,050	0,052	0,056	0,057	0,057

Tabell 10-15: utvikling i fremtidig netto driftskrav for Orkla

Sysselsatt kapitalkrav	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Egenkapitalkrav	0,047	0,045	0,047	0,049	0,051	0,053	0,055	0,057	0,059	0,064	0,065	0,065
* EK/SSK	0,800	0,819	0,785	0,776	0,768	0,759	0,750	0,735	0,720	0,705	0,690	0,690
+ Krav til minoritet	0,077	0,075	0,077	0,079	0,081	0,083	0,085	0,087	0,089	0,094	0,095	0,095
* MIN/SSK	0,008	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
+ Krav til finansiell gjeld	0,014	0,016	0,017	0,019	0,024	0,026	0,027	0,029	0,030	0,035	0,035	0,035
* FG/SSK	0,192	0,172	0,206	0,215	0,224	0,233	0,241	0,256	0,272	0,287	0,302	0,302
Sysselsatt kapitalkrav	0,041	0,040	0,041	0,043	0,045	0,047	0,049	0,050	0,052	0,056	0,056	0,056

Tabell 10-16: utvikling i fremtidig sysselsatt kapitalkrav for Orkla

10.4 Analyse av fremtidig strategisk fordel

Med utgangspunkt i fremtidsregnskapet i kapittel 9 og fremtidskravene i kapittel 10.1-10.4 kan fremtidig strategisk fordel beregnes. Fremgangsmåten vil være tilsvarende som i kapittel 8. Som følge av at rentabiliteten til de finansielle kravene og minoriteten er satt lik kravet I budsjettperioden, vil finansieringsfordelen være lik null. Dette medfører at en eventuell strategisk fordel oppstår som følge av ren driftsfordel eller gearingfordel. Ifølge Knivsflå (2017n) vil det ikke kunne eksistere varig strategisk fordel. Dette skyldes at konkurransekraftene vil virke inn på lang sikt, som i realiteten innebærer at investorer vil anse

selskaper med strategisk fordel som et mer attraktivt investeringsobjekt. Dette medfører at den strategiske fordelen vil utjevnes med tiden.

Strategisk fordel	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Netto driftsrentabilitet	0,112	0,100	0,097	0,094	0,091	0,088	0,084	0,081	0,077	0,074	0,074	0,074
- Netto driftskrav	0,042	0,040	0,042	0,043	0,046	0,047	0,049	0,050	0,052	0,056	0,057	0,057
= Strategisk fordel drift	0,069	0,060	0,056	0,051	0,045	0,041	0,035	0,030	0,025	0,017	0,017	0,017
+ Gearingfordel drift	- 0,014	0,003	0,005	0,006	0,006	0,006	0,005	0,005	0,005	0,004	0,004	0,004
= Driftsfordel	0,055	0,063	0,061	0,056	0,051	0,046	0,041	0,035	0,030	0,021	0,021	0,021
+ Finansieringsfordel	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Strategisk fordel	0,055	0,063	0,061	0,056	0,051	0,046	0,041	0,035	0,030	0,021	0,021	0,021

Tabell 10-17: Orklas fremtidige strategiske fordel

Superprofitt EK	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Egenkapitalrentabilitet	0,102	0,108	0,11	0,106	0,102	0,099	0,096	0,092	0,089	0,085	0,086	0,086
- Egenkapitalkrav	0,047	0,045	0,05	0,049	0,051	0,053	0,055	0,057	0,059	0,064	0,065	0,065
Superprofitt EK	0,055	0,063	0,06	0,056	0,051	0,046	0,041	0,035	0,030	0,021	0,021	0,021

Tabell 10-18: Orklas fremtidige superprofitt til egenkapitalen

Et alternativt syn er at selskaper vil klare å opprettholde en viss strategisk fordel, som følge av enten sterke interne ressurser eller at bransjen innehar en sterk posisjon som forventes å vare evig. Vi observerer fra tabell 10-15 at Orkla over hele prognoseperioden har en strategisk fordel. Fordel er imidlertid fallende, som skyldes en lavere rentabilitet, samt et økende avkastningskrav. I steady state er strategisk fordel drift på 1,7 %, samt at der er en gearingfordel på 0,4%, altså skalering av lønnsom drift. Dette gir en strategisk fordel på 2,1% i steady state, og det vil i det følgende være hensiktsmessig å analysere kildene til denne fordelten.

I den strategiske analysen ble det imidlertid konkludert med at Orkla innehar en ressursfordel knyttet til merkevare, på tross av at lønnsomhetsanalysen ikke reflekterte dette. Dette kan som nevnt tidligere begrunnes med at tallene for de komparative selskapene er beregnet på global basis, og ikke nødvendigvis gir et rettferdig bilde av hvordan situasjonen er i det Nordiske og Baltiske markedet. Det ventes at fremveksten av egne merkevarer vil utkonkurrere ressursfordelen på lang sikt. Det er imidlertid viktig å understreke at det foreligger stor usikkerhet knyttet til det hvorvidt dette faktisk vil skje. En helhetlig vurdering taler for at det ikke vil foreligge ressursfordel i fremtiden.

Dette indikerer at driftsfordelen som oppstår i steady state, må skyldes at bransjen innehar en fordel. Lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 viste oss at Orkla hadde en tidsvektet driftsfordel på 5,0 %, hvorav tidsvektet bransjefordel utgjorde 6,4 %. Dette viser at bransjefordelen har blitt betydelig redusert. Likevel ser vi det som naturlig at bransjen vil kunne ha en viss fordel på lengre sikt. Vi antar leverandørens forhandlingsmakt forblir lav. Dette dreier seg stort sett om anskaffelse av råvarer, og vi finner det rimelig at merkevareresselskapene klarer å fremforhandle minst like gode avtaler i fremtiden.

Hva gjelder bransjen branded consumer goods, tyder mye på at priskonkurranse er gjeldende. Først og fremst kommer dette av lite differensierte produkter og lave byttekostnader for konsumentene. Riktignok vil effekten være noe svakere grunnet merkeloyalitet og nettverkseffekter som nevnt under delkapittelet om nyetablering. Behov for å selge produktet mens det har verdi nevnes også av Porter (2008) som en faktor som trekker opp priskonkurranse. Mange av produktene til merkevareresselskapene er imidlertid tidløse klassikere hvor man ikke opplever denne problemstillingen. Det sagt, vil det være visse trender innen branded consumer goods også. Bortsett fra hensyn til datomerkingen, vil man i liten grad se prisreduksjon for å kvitte seg med produktene. De er såpass innarbeide blant befolkningen at man opplever en jevn salgsstrøm.

På den annen side finner vi det rimelig at de fire andre kreftene i Porters rammeverk vil bidra til å limitere bransjefordelen. En betydelig del av dette tror vi vil knytte seg til butikkenes egne merkevarer, samt inntog av spesialiserte leverandører innen de ulike produktkategoriene merkevareresselskapene operer innenfor. Noe av dette vil kunne være et resultat av at det tar tid å bryte nettverkseffektene, som har vært særlig sterke innenfor bransjen branded consumer goods. Dette vil ha nær sammenheng med utviklingen vi ser med hevet kvalitet på de egne merkevarene. I denne konteksten tror vi også forbrukerne vil være mer prissensitive for gitte produkter. Sammen med kvalitetsheving vil dette kunne gjøre at de egne merkevarene og nisjeaktører stjeler markedsandeler fra merkevareresselskapene. Særlig innenfor renholdsprodukter ser vi for oss sterk konkurranse på pris fra eksterne aktører. Trusselen fra substitutter antas å være hovedgrunnen til den reduserte bransjefordelen.

Press fra eksterne aktører vil kunne øke den interne rivaliseringen i form av ytterligere priskonkurranse. I sammenheng med dette finner vi det naturlig at forbrukerne får mer makt.

Som nevnt tidligere, kan forbrukerne tolkes som både utsalgsstedene, som eksempelvis dagligvarebutikkene Rema 1000 og Coop, men også kundene som handler i disse butikkene. Det er naturlig at vil benytte sin makt dagligvarebutikkene og fremme sine egne merkevarer. Derfor tror vi kundene som handler i butikken vil få en særlig avgjørende rolle for utviklingen i bransjen for branded consumer goods. Tendensen har, som tidligere diskutert, vært at merkevarereselskapenes varer har solgt godt grunnet stor kundelojalitet, nettverkseffekter, i tillegg til merkevarekjennskap. Usikkerheten knyttet til deres reaksjon på endringene i og rundt bransjen, gjør at vi ser det som naturlig å anta at den strategiske fordelene faller, men fortsatt vil eksistere.

Grunnen til at det er rimelig at en liten fordel vil vedvare er at en stor andel av bransjens produkter er nødvendighetsgoder. Som nevnt i PESTEL-analysen i kapittel 4, gir dette grunnlag for å anta jevnt salg, uavhengig makrofaktorer og trender. Det knyttes likevel noe usikkerhet til om bransjen er i stand til å beholde markedsandeler i segmenter hvor forbrukerne er prissensitive.

11. Fundamental verdsettelse

Det vil i dette kapitlet gjennomføres fundamental verdsettelse, jf. kapittel 3. Vi har frem til nå analysert selskapets underliggende økonomiske forhold, samt utarbeidet fremtidsregnskap og fremtidskrav. Dette vil nå anvendes til å beregne et estimat på Orklas egenkapitalverdi og verdi per aksje.

Den fundamentale verdsettelsen består av to hovedmetoder, henholdsvis egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Ved bruk av førstnevnte finner verdien av egenkapitalen direkte, gjennom neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer. Sistnevnte metode anses som en indirekte metode, da det tas utgangspunkt i selskapskapitalen. Vi vil videre skille selskapsmetoden i både netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden (Damodaran, 2012)

De to ulike metodene skal gi samme resultat, dersom regnskapet er basert på virkelig verdi. Vi har benyttet budsjetterte vektorer ved beregning av de ulike kravene. Dette medfører at de første verdiestimatene vil avvike fra hverandre. Vi vel derfor utføre en konvergeringsprosess, med hensikt om å få begge verdiestimatene lik hverandre (Knivsflå, 2017o).

Det kan videre nevnes at verdiestimatene som utarbeides er basert på en rekke forutsetninger og skjønnsmessige vurderinger. Som følge av dette vil det avslutningsvis i kapitlet foretas en analyse av usikkerhet knyttet til verdiestimatet.

11.1 Egenkapitalmetoden

Som nevnt innledningsvis vil bruk av egenkapitalmetoden gi en direkte verdsettelse av selskapets egenkapital. Dette medfører at nåverdien av selskapets egenkapital finnes gjennom at fremtidige kontantstrømmer neddiskonteres ved hjelp av egenkapitalkravet (Damodaran, 2012). Det finnes i utgangspunktet fire ulike fremgangsmåter ved bruk av egenkapitalmetoden, henholdsvis utbyttemetoden, fri kontantstrøms-metoden, superprofitt til egenkapital-metoden og superprofittvekstmetoden (Knivsflå, 2017o). Som følge av at netto betalt utbytte forutsettes å være lik fri kontantstrøm til egenkapital, vil disse metodene være sammenfallende og utbyttemetoden vil ikke beregnes. De ulike metodene har ulike

fremgangsmåte, men dersom de anvendes konsistent vil de gi sammenfallende verdiestimat (Knivsflå, 2017o). Det forutsettes konstant vekst i terminalleddet (steady state).

11.1.1 Fri kontantstrøm til egenkapital

Ved bruk av frikontantstrøms-metoden (FKE-metoden) beregnes egenkapitalverdien ved å neddiskontere fri kontantstrøm til egenkapital med egenkapitalkravet (Knivsflå, 2017o). Fri kontantstrøm til egenkapital defineres som kontantstrømmen som står igjen til eierne, justert for kapitalendringer og kontantstrømmer til fremmedkapital (Palepu, 2013)

Fri kontantstrøm til egenkapital = Resultat til egenkapital – Endring i egenkapital

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

11.1.2 Superprofitt til egenkapital

Ved bruk av superprofitt til egenkapital fremkommer egenkapitalverdien ved å summere balanseført egenkapital og nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapital (Knivsflå, 2017o). Med superprofitt til egenkapital menes avkastning utover egenkapitalkravet.

*SPE_t = nettoresultat til egenkapital – (egenkapital_{t-1} * egenkapitalkravet_t)*

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

11.1.3 Superprofittvekst-metoden med hensyn til egenkapital

Superprofittvekst-metoden beregnes egenkapitalverdien ved å ta kapitalisert verdi av nettoresultat til egenkapital i år 1 pluss nåverdien av fremtidig vekst (Knivsflå, 2017o).

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \sum_{t=1}^T \frac{\Delta SPE \ t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{\Delta SPE \ t + 1}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t) * (ekk - ekv)}$$

11.2 Selskapsmetoden

I dette kapitlet vil verdien av egenkapital beregnes ved bruk av netto driftskapital og sysselsatt kapital. Verdien av egenkapitalen blir derfor nå verdien av selskapet, fratrukket virkelig verdi av netto finansiell gjeld og virkelig verdi av minoritetsinteresser. Dette er årsaken til at det selskapsmetoden regnes som en indirekte metode for å finne egenkapitalverdien. Metodene som anvendes vil være de samme som ved egenkapitalmetoden, henholdsvis fri kontantstrøm, superprofitt og vekst i superprofitt. Forskjellen ligger imidlertid i at det anvendes ulikt kapitalgrunnlag og avkastningskrav. Dette kan beregnes på følgende måte:

$$VEK = \text{verdi av selskapet} - \text{virkelig verdi av netto finansiell gjeld} \\ - \text{virkelig verdi av minoritetsinteresser}$$

Det er følgelig nødvendig å estimere virkelig verdi av netto finansiell gjeld og minoritetsinteressen. Vi anser det som en rimelig forutsetning at balanseført gjeld er et godt estimat på virkelig verdi av gjeld (Kaldestad og Møller, 2016). Virkelig verdi av minoritetsinteressen vil beregnes direkte ved bruk av samme måte som for egenkapitalmetoden.

11.3 Første verdiestimat

Første verdiestimat på egenkapital og per aksje beregnes i det følgende ved bruk av budsjetterte vekter.

11.3.1 Egenkapitalmetoden

FKE-modellen	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
FKE		8 576	3 011	1 980	1 962	1 887	2 046	2 659	2 921	3 174	3 687	2 647	2 740
/ Neddiskontering		1,05	1,09	1,15	1,20	1,26	1,33	1,40	1,48	1,57	1,67	1,78	1,90
=Verdi	26 916	8 194	2 754	1 729	1 633	1 494	1 538	1 895	1 969	2 020	2 205	1 486	1 444
+ Terminalverdi	51 170												
= Verdi av EK i dag	78 087												
/ Utestående aksjer	1 019												
= Verdi per aksje	76,64												

Tabell 11-1: Fri kontantstrøm til egenkapital-metoden

SPE-modellen	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
SPE		2 259	2 313	2 276	2 228	2 120	2 038	1 890	1 706	1 488	1 061	1 095	1 133
Neddiskontering		1,05	1,09	1,15	1,20	1,26	1,33	1,40	1,48	1,57	1,67	1,78	1,90
Verdi	16 017	2 159	2 115	1 987	1 854	1 678	1 532	1 347	1 150	947	634	615	597
Terminalverdi	21 163												
Budsjettert EK	40 907												
Verdi av EK i dag	78 087												
Utestående aksjer	1 019												
Verdi per aksje	76,64												

Tabell 11-2: Superprofittmodellen - Egenkapitalmetoden

Vekst i SPE-moelle	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Nettoreultat år 1		4 164,36											
Kapitalisert verdi	89 420												
Superprofittvekst til EK			57,43 -	39,00 -	53,87 -	117,00 -	94,43 -	162,67 -	201,20 -	235,79 -	444,66	14,60	18,65
Neddiskontering			1,05	1,09	1,15	1,20	1,26	1,33	1,40	1,48	1,57	1,67	1,78
NPV år 2 til T+1	- 19 300		54,88 -	35,67 -	47,04 -	97,36 -	74,75 -	122,29 -	143,38 -	158,95 -	282,98	8,73	10,47
+ Terminalverdi	7 967												
Verdi egenkapital	78 087												
Utestående aksjer	1 019												
Verdi per aksje	76,64												

Tabell 11-3: Superprofittvekstmodellen - Egenkapitalmetoden

11.3.2 Netto driftskapitalmetoden

FKD-modellen	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
FKD	-	2 132	1 276	1 198	1 107	1 001	1 108	1 312	1 533	1 769	2 401	2 485	2 572
Neddiskontering		1,04	1,08	1,13	1,18	1,23	1,29	1,35	1,42	1,50	1,58	1,67	1,76
Verdi	9 042	- 2 045	1 177	1 061	940	812	859	970	1 079	1 183	1 520	1 489	1 458
Terminalverdi	71 520												
Verdi av NDK i dag	80 561												
Netto finansiell gjeld	8 689												
Minoritetsinteresser	420												
Verdi av EK i dag	88 830												
Utestående aksjer	1 019												
Verdi per aksje	87,18												

Tabell 11-4: fri kontantstrøm til netto driftskapital-metoden

SPD-modellen	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Balanseført NDK	32 638												
SPD t		2 259	2 313	2 276	2 228	2 120	2 038	1 890	1 706	1 488	1 061	1 095	1 133
Neddiskontering		1,04	1,08	1,13	1,18	1,23	1,29	1,35	1,42	1,50	1,58	1,67	1,76
Verdi	16 423	2 167	2 133	2 015	1 890	1 720	1 579	1 397	1 200	995	672	656	642
Terminalverdi	31 500												
Verdi av NDK i dag	80 561												
Netto finansiell gjeld	- 8 689												
Minoritetsinteresser	420												
Verdi av EK i dag	88 830												
Utestående aksjer	1 019												
Verdi per aksje	87,18												

Tabell 11-5: Superprofittmodellen - Netto driftkapitalmetoden

Vekst i SPD-modellen	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Nettoreultat fra NDR		3 646											
Kapitalisert NDR i år 1	85 811												
Superprofittvekst drift			59 -	35 -	50 -	114 -	91 -	159 -	197 -	231 -	441	19	23
Neddiskontering			1,042	1,084	1,130	1,178	1,232	1,290	1,353	1,422	1,496	1,580	1,670
Verdi	- 21 319		56 -	33 -	44 -	97 -	74 -	123 -	146 -	163 -	295	12	14
Terminalverdi	16 069												
Verdi av NDK i dag	80 561												
Netto finansiell gjeld	- 8 689												
Minoritetsinteresser	420												
Verdi av EK i dag	88 830												
Utestående aksjer	1 019												
Verdi per aksje	87,18												

Tabell 11-6: Superprofittvekstmodellen - netto driftskapitalmetoden

11.3.3 Sysselsatt kapitalmetoden

FKS-modellen	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
FKS		10 908	979	1 046	951	840	980	1 200	1 484	1 791	2 590	2 681	2 775
Neddiskontering		1,04	1,08	1,13	1,18	1,23	1,29	1,35	1,42	1,49	1,57	1,66	1,76
Verdi	20 967	10 482	904	928	809	683	761	889	1 047	1 202	1 646	1 613	1 581
Terminalverdi	78 823												
Verdi av NDK i dag	99 789												
Finansiell gjeld	9 809												
Minoritetsinteresser	420												
Verdi av EK i dag	89 560												
Utestående aksjer	1 019												
Verdi per aksje	87,90												

Tabell 11-7: fri kontantstrøm til sysselsatt kapital-metoden

SPS-modellen	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Balanseført SSK	51 136												
SPS t		2 259	2 313	2 276	2 228	2 120	2 038	1 890	1 706	1 488	1 061	1 095	1 133
Neddiskontering		1,04	1,08	1,13	1,18	1,23	1,29	1,35	1,42	1,49	1,57	1,66	1,76
Verdi	16 469	2 171	2 137	2 019	1 895	1 725	1 584	1 401	1 204	999	674	659	645
Terminalverdi	32 185												
Verdi av NDK i dag	99 789												
Netto finansiell gjeld	9 809												
Minoritetsinteresser	420												
Verdi av EK i dag	89 560												
Utestående aksjer	1 019												
Verdi per aksje	87,90												

Tabell 11-8: Superprofittmodellen - Sysselsatt kapitalmetoden

Vekst i SPD-modellen	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T	T+1	T+2
Nettoreultat fra SSK		4 335											
Kapitalisert NDE i år 1	106 802												
Superprofittvekst drift			54,71	38,98	53,17	117,50	94,32	162,01	199,70	233,66	442,36	17,23	21,58
Neddiskontering			1,04	1,08	1,13	1,18	1,23	1,29	1,35	1,42	1,49	1,57	1,66
Verdi	- 22 968		53	36	47	100	77	126	148	165	297	11	13
Terminalverdi	15 955												
Verdi	99 789												
Netto finansiell gjeld	9 809												
Minoritetsinteresser	420												
Verdi av NDK i dag	89 560												
Utestående aksjer	1 019												
Verdi per aksje	87,90												

Tabell 11-9: Superprofittvekstmodellen - Sysselsatt kapitalmetoden

11.3.4 Oppsummering første verdiestimat

Tabell 11-10 og 11-11 viser oppsummeringen av første verdiestimat. Som beskrevet innledningsvis gir de ulike metodene ulikt svar, grunnet bruk av budsjetterte vektorer. Likevel gir de ulike fremgangsmåtene innen hver metode samme svar, som indikerer konsistent bruk av metodene. Første gjennomsnittlige verdiestimat gir egenkapitalverdi på 85 492 og en verdi per aksje på 84.

Verdi av egenkapital	FK-modell	SP-modell	Endring SP-modell	Gjennomsnitt
EK-metoden	78 087	78 087	78 087	78 087
NDK-metoden	88 830	88 830	88 830	88 830
SSK-metoden	89 560	89 560	89 560	89 560
Gjennomsnitt	85 492	85 492	85 492	85 492

Tabell 11-10: Første verdiestimat på Orklas egenkapitalverdi ved bruk av de ulike metodene

Verdi av egenkapital	FK-modell	SP-modell	Endring SP-modell	Gjennomsnitt
EK-metoden	77	77	77	77
NDK-metoden	87	87	87	87
SSK-metoden	88	88	88	88
Gjennomsnitt	84	84	84	84

Tabell 11-11: Første estimat av Orklas aksjekurs ved bruk av de ulike metodene

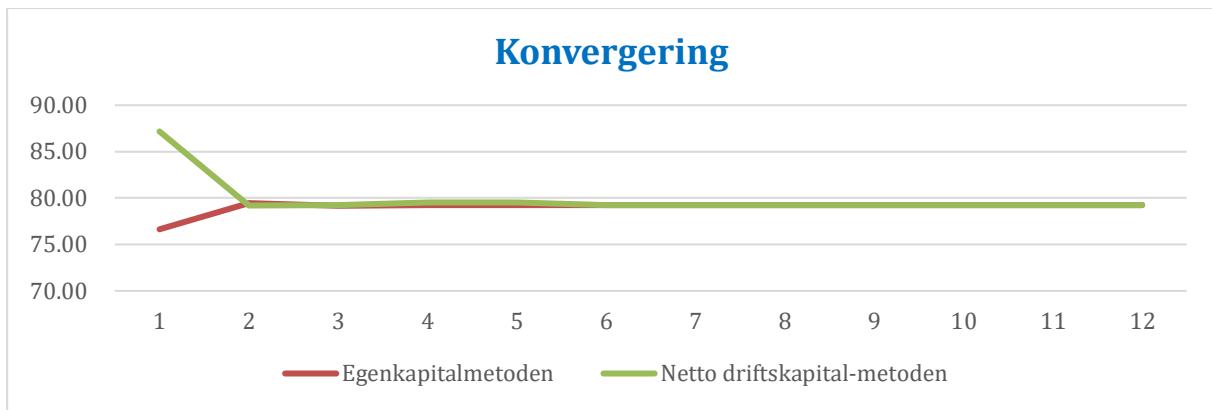
11.4 Konvergens mot felles verdiestimat

Ved beregning av første verdiestimat har det som nevnt innledningsvis blitt brukt budsjetterte vekter. Dette gir et feilaktig verdiestimat, da kapitalene ikke representerer virkelig verdi (Knivsflå, 2017p). Som følge av dette er det hensiktsmessig å gjennomføre en sekvensiell konvergeringsprosess, for å sikre at man får virkelig verdi av egenkapital. Knivsflå (2017p) presenterer en trestegs konvergeringsprosess:

- 1) Det første steget er å utarbeide gjennomsnittlig verdiestimat ved bruk av metodene presentert i kapittel 11.1 og 11.2, basert på budsjetterte vekter.
- 2) Det andre steget går ut på å benytte gjennomsnittlig verdiestimat til å budsjettere verdibalansen fremover i tid. Den budsjetterte verdibalansen skal videre benyttes til å oppdatere kravene, før det igjen finnes et nytt gjennomsnittlig verdiestimat.
- 3) Prosessen i steg 1) og 2) gjennomføres til differansen mellom de ulike metodene er tilnærmet null.

Steg	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
EK-metoden	76,64	79,45	79,21	79,26	79,23	79,23	79,25	79,25	79,25	79,25	79,25	79,25
NDK-metoden	87,18	79,19	79,22	79,54	79,20	79,26	79,24	79,25	79,25	79,25	79,25	79,25
Avvik	-12,567 %	0,327 %	-0,024 %	0,352 %	-0,038 %	0,012 %	-0,004 %	0,001 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %

Tabell 11-12: Konvergeringsprosessen mellom egenkapitalmetoden og netto-driftskapital-metoden



Figur 11-1: Konvergeringsprosessen mellom egenkapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden

11.5 Analyse av usikkerhet

Verdiestimatet på 79,25 som fremkommer fra konvergeringsprosessen gir et punkttestimat. Dette estimatet er basert på en rekke skjønsmessige vurderinger om fremtiden, og det foreligger derfor stor usikkerhet knyttet til dette estimatet. Det følger av at estimatet tar utgangspunkt i scenarioer som anses som ikke usannsynlig, men det er likevel vanskelig å si med sikkerhet hvordan utviklingen til de ulike driverne vil være i fremtiden (Kaldestad og Møller, 2016). Dette medfører at det vil det være hensiktsmessig å gjennomføre en sensitivitetsanalyse, for å vurdere hvor sensitivt verdiestimatet er for endringer i de underliggende parameterne.

Det vil i det videre vurderes selskapets konkurrisiko og foretas en eventuell justering, før det utføres simulering-og sensitivitetsanalyse.

11.5.1 Konkursrisiko

Ifølge Knivsflå (2017q) finnes det to ulike måter å ta hensyn til konkurssannsynlighet. Den første er å bygge eventuell konkurssannsynlighet inn i fremtidsregnskapet. Den andre er å lage fremtidsregnskap under forutsetning om fortsatt drift, og deretter håndtere konkurssannsynligheten separat (Knivsflå, 2017q) I kapittel 9 ble det andre alternativet anvendt, og det er følgelig nødvendig å vurdere om konkurssannsynligheten er tilstrekkelig hensyntatt. Damodaran (2012) presenterer følgende formel for å innarbeide konkurssannsynligheten i verdiestimatet:

$$VEK = (1 + p) * FVEK + p * LVEK$$

VEK = verdien av egenkapital, p = konkursrisiko, FVEK = fundamental verdi av egenkapital, LVEK = likvidasjonsverdi av egenkapital

Det forutsettes at likvidasjonsverdien av eiendelene vil være tilnærmet null. Dette følger av at ved konkurs vil eiendelene realiseres kjapt, og ofte til en lavere pris enn man vanligvis ville fått. Dette argumentet underbygges av at kreditorene vil ha fortrinnsrett ved likvidasjon, som gjør at det vil være mindre igjen til eierne (Knivsflå, 2017q).

I kapittel 6 kom vi frem til at Orkla har en gjennomsnittlig kredittrating lik BBB i analyseperioden. Dette gir en konkurssannsynlighet på 0,26 %, og tilsvarende karakter ble gitt i fremtidsregnskapet. Det endelige verdiestimatet blir følgende:

$$VEK = 79,25 * (1 - 0,0026) = 79,04$$

11.5.2 Simuleringsanalyse med Crystal Ball

Formålet med simuleringsanalyse er å synliggjøre usikkerheten knyttet til verdiestimatet (Knivsflå, 2017q). Dette gjøres ved å omforme budsjett- og verdidrivere til stokastiske variabler. I fremtidsregnskapet ble det utarbeidet punkttestimat, som ble fastsatt på bakgrunn skjønn og kvalitativ innsikt fra strategisk analyse. Ved å omgjøre variablene til stokastiske, vil man kunne få frem sannsynlighetsfordelingen til verdiestimatet i stedet for punkttestimat.

Damodaran (2012) presenterer fire steg som må gjennomføres før simuleringen kan foretas:

- 1) Valg av kritiske variabler
- 2) Fastsett sannsynlighetsfordeling og utfallsrom
- 3) Vurdering og valg av korrelasjon mellom variablene
- 4) Utføre simulering

I utgangspunktet vil det være mulig å omgjøre samtlige variabler til stokastiske variabler. I henhold til Kaldestad og Møller (2016) er det mer hensiktsmessig å velge et færre antall kritiske variabler, da et større antall medfører økt kompleksitet og redusert forklaringskraft.

Vi har valgt å begrense antall kritiske drivere til 6. Vi har valgt de variablene vi oppfatter har størst innvirkning på verdiestimatet:

- Netto driftsmargin, ndm
- Omløpet til netto driftseiendeler, onde
- Driftsinntektsvekst, div
- Risikofri rente, r_f
- Egenkapitalbeta
- Markedsrisikopremie

Videre må det fastsettes sannsynlighetsfordeling og utfallsrom. Dette gjøres med utgangspunkt i historisk informasjon og innsikt fra strategisk analyse. Det forutsettes at de fleste variablene vil være normalfordelte. I steady state vil det imidlertid benyttes uniformfordeling for mange av variablene, da det er større usikkerhet knyttet til estimatet. Ved å benytte uniform fordeling, vil det være lik sannsynlighet for at en verdi trekkes innenfor et utfallsrom.

Standardavvik vil på kort sikt settes lik det historiske standardavviket i analyseperioden. Dette skyldes at man bedre forutsetninger for å kunne predikere utvikling på kort sikt enn lang sikt. På mellomlang sikt vil usikkerheten imidlertid øke noe. Dette medfører at vi har valgt å skalere historisk standardavvik opp med en faktor på 1,5 (Knivsflå).

Driftsinntektsvekst

I henhold til usikkerhet knyttet til utvikling i driftsinntektsvekst må det vurderes med utgangspunkt i den kvalitative innsikten fra strategisk analyse. Usikkerheten vil i stor grad relatere seg til hvorvidt handelens egne merkevarer klarer å overvinne nettverkseffekter og kundelojalitet, og følgelig få en sterkere posisjon i markedet. På kort sikt er det ventet at den positive utviklingen i driftsinntektsvekst vil vedvare. Det historiske standardavviket er på 0,11. Dette vurderes som lite representativt for utviklingen på kort sikt. Det vurderes som mer hensiktsmessig å benytte bransjens historiske standardavvik på 2 %. Som nevnt tidligere i oppgaven vurderer vi utviklingen til handelens egne merkevarer som en tidkrevende prosess. Det er likevel ventet større effekt av dette på mellomlang sikt, og derav større usikkerhet. Dette

medfører at vi har valgt å skalere opp standardavviket på mellomlang sikt. I steady state er driftsinntektsveksten ventet å stabilisere seg på 3,5 %. Dette skyldes at vi forventer at effekten av handelens egne merkevare inntreffer for fullt på lang sikt. Det må imidlertid presiseres at hvorvidt butikkene lykkes avhenger av en rekke usikre faktorer. Totalt sett taler det for at vil være større usikkerhet knyttet til vekst i steady state. Det kan også nevnes at Orkla opererer i en stabil bransje, og selger nødvendighetsgoder som i liten grad er preget av konjunkturer. Likevel er det større usikkerhet knyttet til den langsiktige prediksjonen. Som følge av dette er det ønskelig å anvende uniform fordeling, hvor man ikke har en konkret forventningsverdi. Øvre grense settes til 5%, som er lavere enn samlet vekst i verdensøkonomien på 7,5 % (Knivsflå, 2017q).

Netto driftsmargin

Netto driftsmargin har historisk sett vært svært stabil. Dette underbygges av standardavvik på 0,001 %. På kort sikt har vi likevel budsjettert en marginal reduksjon i netto driftsmargin. Dette skyldes primært at det er ventet at effekten av handelens egne merkevarer vil ha en marginal effekt. Det er imidlertid noe usikkert hvorvidt denne effekten vil inntreffe allerede på kort sikt. Standardavviket fastsettes derfor til 1% i 2018 og 2019. På mellomlang sikt ventes det større usikkerhet, og standardavviket skaleres derfor opp til 1,5 %.

På lang sikt forventes ytterligere reduksjon i netto driftsmargin. I likhet med driftsinntektsveksten, er det ventet at effekten av handelens egne merkevarer inntreffer på lang sikt. Det er imidlertid stor usikkerhet knyttet til hvordan utviklingen i handelens egne merkevarer vil være, hvilket medfører at det også her anvendes uniform fordeling. Det vil i steady state benyttes et intervall mellom 3 og 9 %, hvor det er like sannsynlig at hver verdi innenfor intervallet inntreffer.

Onde

Orkla har historisk hatt en høyere tidsvektet gjennomsnittlig omløpsfordel enn bransjen. Det forutsettes det at økt konkurranse vil medføre økt behov for investeringer. Vi antar derfor at omløpshastigheten til Orkla nærmer seg bransjen. Det er midlertid sterk usikkerhet knyttet til disse forutsetningene. På kort sikt vurderes det rimelig å sette standardavvik lik det historiske. I likhet med de andre driverne, vil det være økt usikkerhet på mellomlangsikt, og det foretas skalering av historisk

standardavvik. I steady state vil det for onde benyttes normalfordeling. Her settes standardavviket lik historisk, da man antar mindre usikkerhet på lang sikt knyttet til denne driveren.

I analyseperioden observerte vi en sterk positiv korrelasjon mellom omløpet og netto driftsmargin. Dette er i strid med teorien, hvor det forventes at økt netto driftsmargin vil gå på bekostning av omløpet (Knivsflå, 2017q). Vi har valgt å nedjustere denne korrelasjonen til 0,20.

Andre kritiske faktorer

Tabell 11-13 fremstiller de resterende kritiske driverne og tilhørende sannsynlighetsfordeling. Rentenivået er budsjettert med utgangspunkt i hva som anses som normalnivå i dag. Det er i dag et lavt rentenivå, som ikke nødvendigvis er representativt for hvordan fremtiden vil se ut (Kaldestad og Møller, 2016) Dette medfører at det er vesentlig usikkerhet knyttet til dette estimatet. Det vurderes følgelig rimelig å benytte uniform fordeling. På tilsvarende måte er det stor usikkerhet knyttet til utvikling i markedsrisikopremie, hvor det også benyttes uniform fordeling. Det er også usikkerhet knyttet til egenkapitalbeta. Det vurderes imidlertid at forventningsverdien og nære verdier er mer sannsynlig å inntreffe. Som følge av dette benyttes det normalfordeling, med standardavvik lik standardavvik til løpende betaestimat.

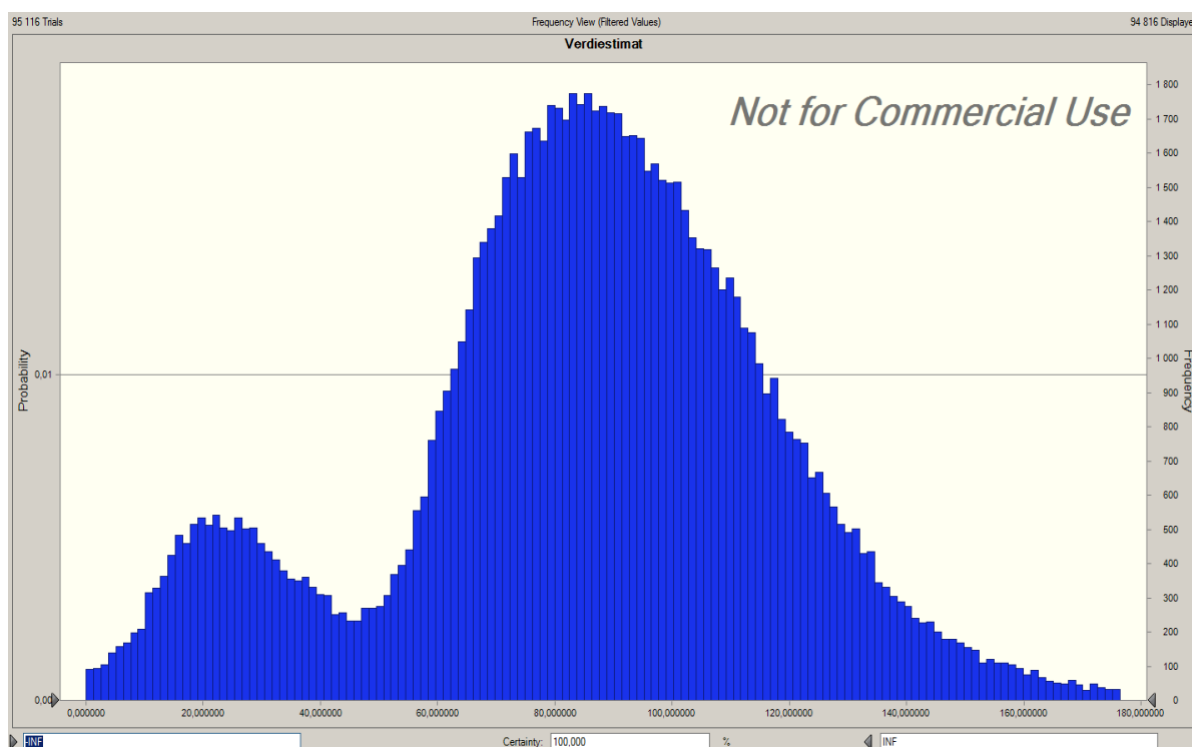
Budsjett drivere	Driftsinntektsvekst	Onde	Netto driftsmargin
2018	N(0,05;0,02)	N(1,27;0,13)	N(0,088;0,01)
2019	N(0,057;0,02)	N(1,14;0,13)	N(0,088;0,01)
2023 (M)	N(0,06;0,03)	N(1,10;0,20)	N(0,80;0,15)
Steady state (T)	U(0,015;0,05)	N(1,05;0,10)	U(0,030;0,090)
Andre drivere			
Risikofri rente T	U(0,022;0,042)		
Markedsrisikopremie T	U(0,030;0,060)		
Egenkapitalbeta T	N(0,70;0,05)		

Tabell 11-13: Budsjett drive brukt i simulering

11.5.3 Simulering

I dette avsnittet vil resultatet fra simuleringen presenteres. Simuleringen er gjennomført ved bruk av tilleggsprogrammet Crystal Ball i Excel. For å synliggjøre usikkerheten er det benyttet 100 000

trekninger. Det er videre satt en skjønsmessig øvre grense, med formål om å utelukke ekstreme verdier. Nedre grense er satt til 0, som tilsier konkurs. Det endelige intervallet er mellom 0 og 200. Intervallbegrensingen fører til at 488 trekninger utelukkes. Simuleringen resulterte i en gjennomsnittlig verdi på 84,59 og median på 86,36. Gjennomsnittsverdien er nært verdien på 79,25 fra den fundamentale verdsettelsen. Videre observerer vi en negativ skewness på -0,23. En positiv skewness indikerer at høyrehalen i figuren er tjukkere enn venstrehalen. Standardavviket som fremkommer av simuleringen er på 32,80 %, som viser at det er vesentlig usikkerhet knyttet til estimatet. Kurtosis refererer til hvordan utvalget er fordelt, og en kurtosis på 3 indikerer en perfekt normalfordeling. Vi ser av resultatene at kurtosis er på 3,16, som er nært normalfordelt. Dette følger også av den grafiske fremstillingen i figur 11-2.



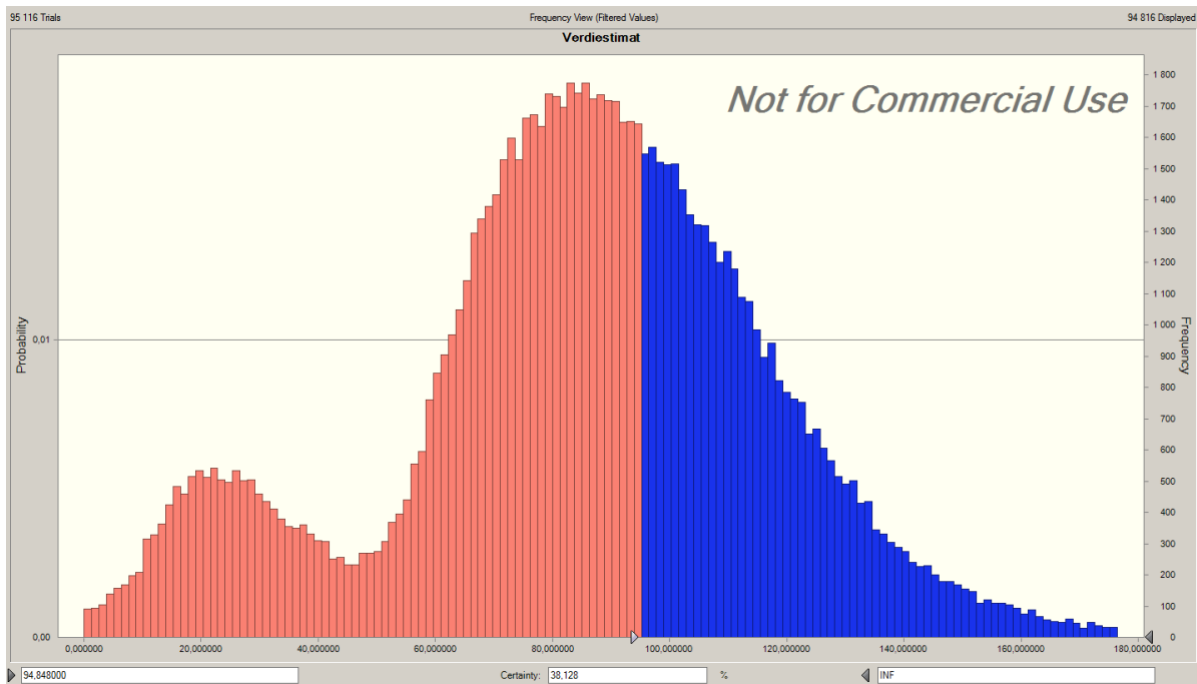
Figur 11-2: Resultat av simuleringen i Crystal Ball

Statistikk	Verdiestimat
Trials	95 116
Base Case	79,25
Mean	84,591372
Median	86,359332
Mode	---
Standard Deviation	32,795258
Variance	1 075,528978
Skewness	-0,2345
Kurtosis	3,16
Coeff. of Variation	0,3877
Minimum	0,021324
Maximum	199,935415

Tabell 11-14: Utdata fra simuleringen i Crystal Ball

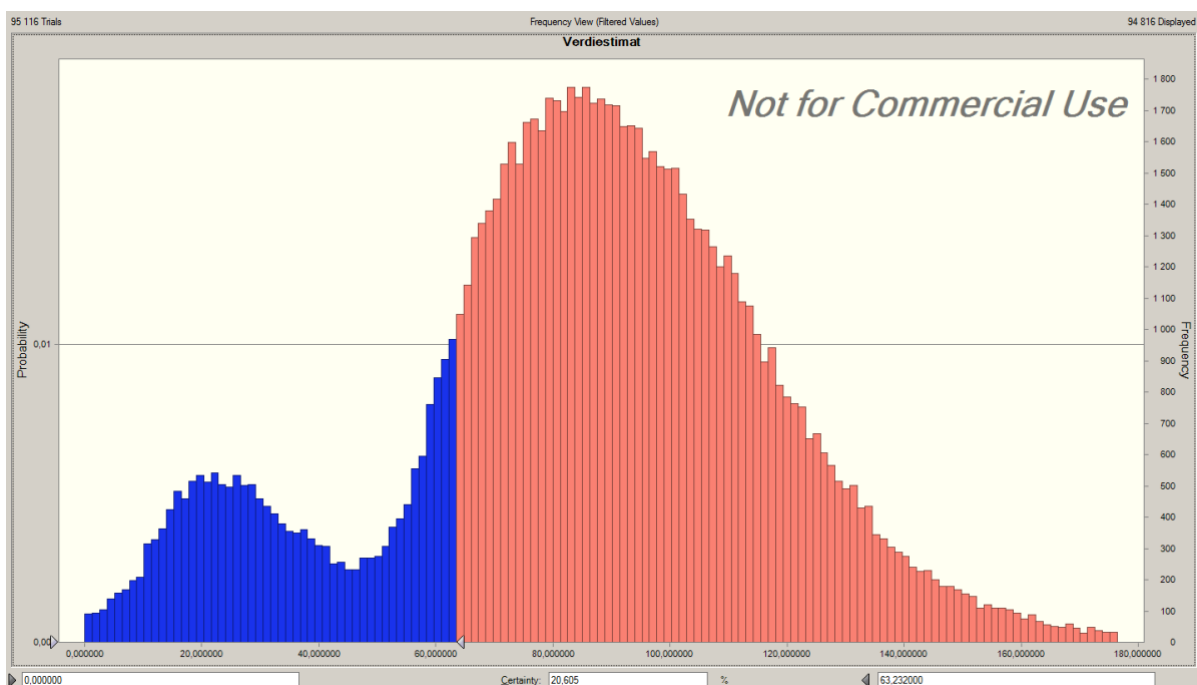
Oppsidepotensiale og nedsiderisiko

Aksjens oppsidepotensiale og nedsiderisiko representerer sannsynligheten for at verdiestimatet per aksje er over eller under en gitt verdi (Knivsflå, 2017q). I vårt tilfelle har vi benyttet et intervall på +/- 20 % av det opprinnelige verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen. Som vi kan se av figur 11-3 er sannsynligheten for at verdiestimatet vil ligge over 94,848 lik 38,13 %. Dette illustreres av det blå feltet i figuren.



Figur 11-3: Oppsidepotensial for verdiestimatet

Figur 11-4 viser sannsynligheten for at verdiestimatet vil ligge under 63,232. Denne sannsynligheten er 20,61 %. Dette illustreres av det blå feltet i figuren.

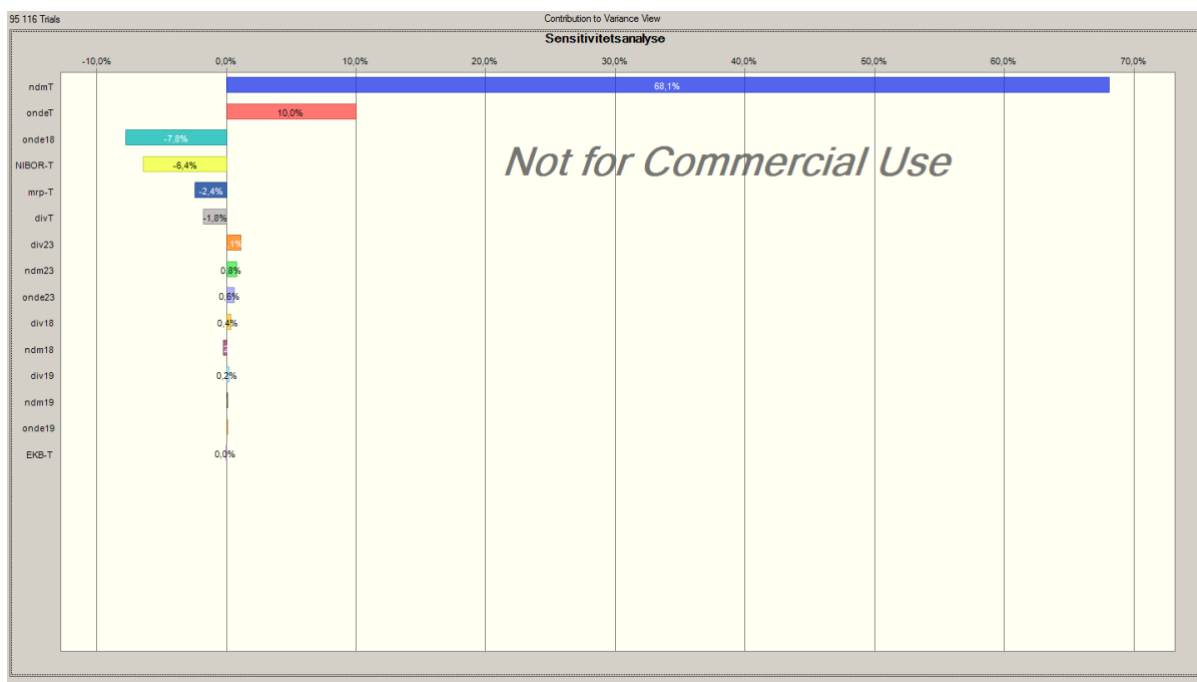


Figur 11-4: Nedsiderisiko for verdiestimatet

Totalt sett forteller dette oss at det er 58,74 % sannsynlighet for at verdien vil ligge over eller under det opprinnelige verdiestimatet +/- 20 %.

11.5.4 Sensitivitetsanalyse

Videre vil vi gjennomføre sensitivitetsanalyse. Formålet med dette er å synliggjøre usikkerheten ved å se hvordan endringer i de kritiske driverne vil påvirke verdiestimatet (Knivsflå, 2017q). Metoden som benyttes er variasjonsanalyse i Crystal Ball.



Tabell 11-15: Sensitivitetsanalyse

Vi identifiserer at de mest kritiske driverne er netto driftsmargin i T, omløpet i T, omløpet i 2018, Nibor-renten i T og markedsrisikopremien i T. Vi observerer at variasjonen i verdiestimatet avhenger definitivt mest av netto driftsmarginen i steady state. Videre ser vi at de nevnte fem driverne kan forklare 94,7 % av variasjonen i Orklas aksjekurs. Netto driftsmargin er i fremtidsregnskapet driveren for netto driftsresultat. Det virker rimelig at denne er en sentral del av verdiestimatet.

11.5.5 Oppsummering verdiestimat og usikkerhet

Det har i dette kapitlet blitt foretatt fundamental verdivurdering ved bruk av både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Dette ga i første omgang avvikende verdiestimat, som skyldes at det ble benyttet budsjetterte vekter. Videre ble det utført en konvergeringsprosess, som ga oss et verdiestimat på 79,25 NOK. Videre ble det utarbeidet et justert verdiestimat for konkurssannsynlighet. Det ble deretter utført simulering og sensitivitetsanalyse for belyse usikkerheten knyttet til verdiestimatet. Denne analysen fortalte oss at verdiestimatet er særlig sensitivt for endringer i netto driftsmargin.

Verdivurderingen er basert på en rekke skjønnsmessige vurderinger. I tillegg innebærer prediksjon av fremtidig utvikling i seg selv stor usikkerhet. Simuleringen og sensitivitetsanalysen viser hvordan verdiestimatet endrer seg når budsjettdriverne får bevege seg innen sannsynlige intervaller.

12. Komparativ verdsettelse

I dette kapitlet det gjennomføres komparativ verdsettelse, som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Dette skyldes at det er stor usikkerhet knyttet til verdiestimatet i den fundamentale verdsettelsen, og det er derfor ønskelig å vurdere rimeligheten til estimatet ved bruk av en alternativ verdsettelsesteknikk. Formålet med den relative verdsettelsen er å se på hva lignende selskaper verdsettes for (Kaldestad og Møller, 2016)

I kapittel 3.1.2 ble det presentert to ulike modeller for komparativ verdsettelse. Grunnet at substans-modeller ofte anvendes hvor det foreligger konkurs eller likvidasjon, velger vi å benytte multiplikatormodellen, jf. kapittel 3.1.3. Ifølge Knivsflå (2017r) er multiplikator-modeller godt egnet for relativ verdsettelse av selskaper i moden bransje. I tillegg anses modellen som den mest populære, som i hovedsak skyldes at den er enkel å bruke og mindre tidskrevende enn fundamental (Kaldestad og Møller, 2016). Det finnes likevel også enkelte ulemper ved bruk av multiplikator-modeller. Metoden tar ikke hensyn til ulikheter i forventet risiko, vekst og kontantstrømmer for de sammenlignbare selskapene. I tillegg tar metoden utgangspunkt i markedets nåværende situasjon, som kan medføre et eventuelt over-eller undervurdert estimat (Knivsflå, 2017r).

Møller og Kaldestad (2016) presenterer følgende fremgangsmåte for bruk av multiplikatorer:

- 1) Estimere multipler for selskapet
- 2) Finn komparative selskaper og estimer multipler for disse
- 3) Estimer et verdiintervall på ulike multipler, og sammenlign eventuelt med verdien fra kontantstrømsanalysen

Som nevnt i kapittel 3.1.3 legger modellen opp til bruk av sammenlignbare selskaper. Komparative selskaper anses som like selskaper med hensyn til kontantstrømmer, vekstforutsetninger og risiko (Damodaran, 2012) Dette indikerer at selskapene i realiteten skal være ekvivalente. Dette er imidlertid vanskelig å oppfylle i praksis, og det benyttes derfor ofte selskaper i samme bransje. Vi har valgt å anvende de samme komparative selskapene, som beskrevet i kapittel 2.6.3. Dette er de samme selskapene som ble benyttet i den fundamentale verdsettelsen, da dette vil gi bedre sammenlignbarhet mellom de to ulike verdsettelsesmetodene. Det er som nevnt tidligere usikkert hvorvidt de valgte selskapene er

helt sammenlignbare, som medfører en usikkerhet knyttet til estimatet. Som følge av dette vil det være hensiktsmessig å foreta normalisering og justering av regnskapstall, for å øke sammenlignbarheten (Kaldestad og Møller, 2016). Vi velger derfor å benytte det omgrupperte regnskapet i den komparative verdsettelsen.

12.1 Valg av multiplikatorer

Det kan videre skilles mellom to ulike typer metoder ved bruk av multiplikatormodellen, henholdsvis egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Ved bruk av egenkapitalmetoden, vil det i likhet med egenkapitalmetoden ved den fundamentale verdsettelsen verdsettes direkte. Dette skaper en utfordring i form av at ulikheter i kapitalstruktur til de komparative selskapene ikke hensyntas (Kaldestad og Møller, 2016). Selskapsmetoden verdsettes imidlertid egenkapitalverdien indirekte, som innebærer at det tas utgangspunkt i selskapets total kapital, før det trekkes ut finansiell gjeld. Det vil dermed ved denne metoden tas hensyn til kapitalstruktur, som indikerer en høyere presisjon.

Det kan videre skilles mellom tre ulike typer multiplikatormodeller (Kaldestad og Møller, 2016)

- 1) Resultat-og kontantstrømsbaserte
- 2) Balansebaserte
- 3) Ikke-finansielle

Vi har valgt å benytte tre ulike multiplikator-modeller, hvor samtlige er svært populære i praksis. Det er ifølge Kaldestad og Møller (2016) lite relevant å rangere multipler som gode eller dårlige. Dette skyldes at enhver multiplikator-modell har både fordeler og ulemper, samt de ulike modellene har forskjellig relevans i ulike situasjoner. Videre vil de tre valgte modellene presenteres.

12.2 Pris/bok

Multiplikatoren pris/bok gir uttrykk for forholdet mellom markedsverdi og bokført verdi av egenkapital, og har som hensikten er å analysere om en aksje er over-eller underpriset.

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{markedsverdi av egenkapitalen}}{\text{bokført verdi av egenkapital}} \text{ (Kaldestad og Møller, 2016)}$$

En klar fordel med denne metoden er at den er intuitivt enkel å bruke og forstå. I tillegg gir den en god indikasjon på virksomhetens evne til verdiskaping (Kaldestad og Møller, 2016). Forholdstallet illustrerer i hvilken grad markedet forventer at selskapet skaper merverdier på virksomhetens eiendeler. Dersom forholdstallet er høyere enn 1, betyr det at selskapet skaper merverdier, og dersom det er mindre enn 1 er det motsatt effekt.

En kritikk mot denne modellen er at den er mindre relevant for selskaper som har store immaterielle eiendeler. Dette skyldes at bokført egenkapital ikke inkluderer eventuelle interne genererte merverdier, eksempelvis varemerke. Dette kan føre til at bokført egenkapital blir undervurdert.

Pris/bok	Orkla	Nestlè	P&G	Unilever	Mondelez	Bransjesnitt	Median
Markedsverdi EK	84 963	265 235	228 872	133 000	64 610		
/ Balanseført EK	40 907	96 062	71 959	35 924	28 596		
= Pris/bok	2,08	2,76	3,18	3,70	2,26	2,57	2,76
	Gj.snitt	Median					
Pris/bok	2,57	2,76					
* Balanseført EK	40 907	40 907					
= Verdi EK	105 110	112 947					
/ Antall utestående aksjer	1 019	1 019					
= Verdiestimat per aksje	103,16	110,85					

Tabell 12-1: Verdiestimat per aksje i Orkla ved bruk av pris/bok-multiplikator

12.3 Price/earnings

Multiplikatoren price/earnings er en av de mest brukte multiplikatorene i praksis. Populariteten kan hovedsakelig skyldes modellens enkelhet, samt at den er lett å kommunisere (Kaldestad og Møller, 2016). Metoden blir imidlertid kritisert av Kaldestad og Møller for at det ikke hensyn tas forskjeller i risiko og kapitalbehov i verdivurderingen. Modellen kan videre bli påvirket av forskjeller i anvendelse av regnskapsregler. Dette kan eksempelvis være forskjellig i goodwillnedskrivning, som medfører at to selskaper blir mindre sammenlignbare. Likevel er den største svakheten knyttet til modellens påvirkning av kapitalstruktur. Med dette menes at to selskaper som har lik virksomhetsverdi, kan ha ulik P/E dersom de har ulik gjeldsgrad. Modellen er på tross av dette svært populær i praksis. Møller og Kaldestad (2016) argumenterer likevel for at modellen bør anvendes som en sekundær multipl, hovedsakelig grunnet svakheten knyttet til finansieringsstruktur.

$$\frac{\text{Price}}{\text{Earnings}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}} \quad (\text{Kaldestad og Møller, 2016})$$

Pris/fortjeneste	Orkla	Nestlè	P&G	Unilever	Mondelez	Bransjesnitt	Median
Markedsverdi EK	84 963	265 235	228 872	133 000	64 610		
/ Nettoresultat til EK	4 426	9 833	9 516	8 433	3 075		
= Pris/fortjeneste	19,19	26,97	24,05	15,77	21,01	21,40	21,01
	Gj.snitt	Median					
Pris/fortjeneste	21	21,01					
* Nettoresultat til EK	4 426	4 426					
= Verdi EK	94 727	93 002					
/ Utestående aksjer	1 019	1 019					
= Verdiestimat per aksje	92,97	91,27					

Tabell 12-2: Verdiestimat per aksje i Orkla ved bruk av price-earnings-multiplikator

12.4 EV/EBITDA

Den siste multiplikatoren er EV/EBITDA, som også er en svært populær multiplikator. Det tas her utgangspunkt i selskapsverdien i forhold til driftsresultat før avskrivninger, amortisering, finansinntekter/kostnader og skatt. Denne multiplikatoren tar utgangspunkt i selskapskapital, og tar derfor høyde for ulikheter i finansieringsstruktur. Ved å måle

driftsresultat før avskrivninger og amortisering vil det også tas hensyn til forskjeller knyttet til avskrivningsprofil. At moden i tillegg ekskluderer finansinntekt, gjør at den er bedre egnet til å sammenligne den underliggende driften i selskapene.

$$\frac{\text{Enterprise value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

(Kaldestad og Møller, 2016)

Forholdstallet har også en begrensning i form av at det ikke tas hensyn til ulik risiko og reinvesteringsbehov. Som følge av dette kan det være hensiktsmessig å kombinere metoden med andre metoder, for å inkludere reinvesteringsbehovet i verdiestimatet (Kaldestad og Møller, 2016).

EV/EBITDA	Orkla	Nestlé	P&G	Unilever	Mondelez	Bransjesnitt	Median
Markedsverdi EK	84 963	265 235	228 872	133 000	64 610	-	
+ NFG	- 8 689	2 856	549	13 678	6 707		
+ Minoritet	420	1 148	594	615	68		
/EBITDA	7 165	18 180	17 411	18 128	5 299		
= EV/EBITDA	10,70	14,81	13,15	8,13	13,47	12,05	13,15
EV/EBITDA	12	13					
* EBITDA	7 165	7 165					
= Enterprise value	86 349	94 205					
- NFG	- 8 689	8 689					
- Minoritet	420	420					
= Verdi av egenkapital	94 618	102 474					
/ Utestående aksjer	1 019	1 019					
= Verdiestimat per aksje	92,86	100,57					

Tabell 12-3: Verdiestimat per aksje i Orkla ved bruk av EV/EBITDA-multiplikator

12.5 Komparativt verdiestimat

Multiplikator	Verdiestimat	Vekt	Vektet verdiestimat
Pris/bok	103,16	30 %	30,95
Pris/fortjeneste	92,97	30 %	27,89
EV/EBITDA	92,86	40 %	37,14
Sum		100 %	95,98

Tabell 12-4: Komparativt verdiestimat

Tabell 12-4 over viser at bruk av multiplene pris/bok, price/earnings og EV/EBITDA gir verdiestimat per aksje på henholdsvis 103,16, 92,97 og 92,86. Vi merker oss at pris-bok er en del høyere enn de to andre. Vi har valgt å bruke bransjegjennomsnittet ved beregning av de ulike multiplikatorene. Dette gjøres for å ta minke effekten av ekstreme resultater, og dermed gi et representativt bilde på forholdstallet. Grunnet at EV/EBITDA hensyntar forskjeller i kapitalstruktur vil denne multippelen bli vektlagt i større grad. Vektingen av multiplene er presentert i tabell 12-4 over.

Vektet komparativt verdiestimat gir en aksjekurs på NOK 95,98. Dette er noe høyere enn resultatet fra den fundamentale verdivurderingen, som viste NOK 79,25 per aksje.

13. Konklusjon

Formålet med denne masterutredningen har vært å estimere egenkapitalverdien til Orkla per 31.12.2017. Den sentrale verdsettelsesmetoden som har blitt anvendt er fundamental verdsettelse. Gjennom sensitivitetsanalysen ble det identifisert betydelig usikkerhet knyttet til verdierestimater. I tillegg ble det benyttet en komparativ verdivurderingsmetode for å danne et endelig verdierestimat. I det følgende vil det gis en oppsummering av hovedfunnene i utredningen. Deretter vil de to verdsettelsesmodellene vektas, før det avslutningsvis vil gis en handelsanbefaling.

13.1 Oppsummering

I kapittel 2 ble det valgte selskapet presentert, og det ble valgt komparative selskaper. Deretter ble ulike verdsettelsesmetodene vurdert, valget falt på den fundamentale verdsettelsesmetoden. Den strategiske analysen i kapittel 4 ble utført ved bruk av PESTEL-analyse, Porter's five forces og SVIMA-analyse. PESTEL-analysen viste at merkevarenes salg er relativt uavhengig av makrofaktorer ettersom mange av deres produkter kan regnes som nødvendighetsgoder. Likevel vil endring av importvern og trender som bærekraftig utvikling og sunne produkter kunne medføre endringer i miljøet rundt bransjen. I bransjeanalysen ble trusselen fra substitutter presentert som den viktigste. Det forventes at de egne merkevarene vil kunne utgjøre en trussel i kommende periode, men at forbrukernes reaksjon vil avgjøre mye av den fremtidige bransjefordelen. SVIMA-analysen viste merkevarekjennskapen til Orklas produkter som en mulig fordel, særlig i det nordiske markedet. I kapittel 5 ble historiske regnskapstall presentert, og deretter klargjort for analyseformål. Risikovurderingen viste gjennom en syntetisk rating på A- at det foreligger lav risiko for selskapet. Avkastningskravene i kapittel 7 la grunnlaget for rentabilitetsanalyse i kapittel 8. Lønnsomhetsanalysen ga en tidsvektet strategisk fordel på 5,5 %, hvilket hovedsakelig skyldes en bransjefordel.

Fremtidsregnskap og fremtidskrav ble deretter utarbeidet i kapittel 9 og 10 på bakgrunn av den opparbeidede informasjonen fra de foregående analysene. Disse tallene la grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen. Egenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden. Dette ga et første verdierestimat. Med formål om å få et

sammenfallende resultat utførte vi en konvergeringsprosess. Dette ga et konkurjustert verdiestimat på NOK 79,04. Avslutningsvis i den fundamentale verdsettelsen ble det utført sensitivitetsanalyse for å belyse usikkerheten knyttet til verdiestimatet. Resultatet viste at det er særlig stor usikkerhet knyttet til netto driftsmargin.

I den komparative verdsettelsen kom vi frem til et verdiestimat på NOK 95,98. Ved vekting av de to verdsettelsesmetodene, vil den fundamentale verdsettelsen ilegges størst vekt. Dette skyldes at det ved den fundamentale verdsettelsen er blitt lagt ned en betydelig større mengde arbeid enn ved den komparative. Som nevnt tidligere, identifiserte vi stor usikkerhet knyttet til dette punktestimatet. Dette skyldes at verdiestimatet er svært avhengig av skjønnsbaserte valg, og vi anerkjenner dermed usikkerheten. På den annen side er den komparative verdsettelsesmetoden svært avhengig av tilstrekkelig sammenlignbare selskaper. Dette kan være utfordrende å oppnå i praksis, hvilket også er tilfellet for denne utredningen. I tillegg kan de komparative verdsettelsesmetodene påvirkes av stemningen i markedet, som kan føre til en eventuell over-eller underestimering. Som følge av dette velger vi å vektlegge den fundamentale verdsettelsen med 2/3 og den komparative med 1/3. Vårt endelige estimat på Orklas aksje blir dermed som vist i tabell 13-1 under.

Verdimetode	Verdiestimat	Vekt	Vektet verdiestimat
Fundamental verdsettelse	79,04	0,67	52,69
Komparativ	95,98	0,33	31,99
Sum			84,69

Tabell 13-1: Endelig verdiestimat for Orklas aksjekurs

13.2 Handlingsstrategi

Vi kan nå utforme en handlingsstrategi med utgangspunkt i det endelige verdiestimatet. Datoen for vår verdsettelse er 31.12.2017. Av praktiske grunner vil vårt estimat sammenlignes med børskursen per 7.12.2017. Børskursen per 7.12.17 blir følgelig vårt beste estimat på kursen 31.12.2017. Handlingsstrategien tar i utgangspunkt i et intervall på +/- 10 % av vårt verdiestimat. Dette gir intervallet [76,22 , 93,16]. Dersom børskursen overstiger øvre grense, innebærer dette en salgsanbefaling, og kjøpsanbefaling den om er lavere enn nedre grense. Orklas aksjekurs per 7.12.2017 er NOK 83,77. Vår endelige konklusjon er følgelig en hold-anbefaling av aksjen.

14. Bibliografi

- aftenposten.no. (2017). *Slik forklarer REMA 1000 hvorfor de vil gi deg færre merker å velge mellom*. Hentet september 25, 2017 fra <https://www.aftenposten.no/okonomi/i/Lgk2q/Slik-forklarer-Rema-hvorfor-de-vil-gi-deg-farre-merker-a-velge-mellom>
- barometer.no. (2017). *Pestel-analyse*. Hentet september 25, 2017 fra <http://barometer.no/pestle-analyse/>
- chinadaily.com. (2016). Hentet september 5, 2017 fra http://www.chinadaily.com.cn/business/2016-07/20/content_26150033.htm
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation* (3rd edition. utg.). New Jersey, USA: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2017a). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Hentet oktober 24, 2017 fra <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Damodaran, A. (2017b). *Betas by sector*. Hentet oktober 24, 2017 fra <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- dif.no. (2017). *Hva er den egentlige EMV-andelen*. Hentet november 10, 2017 fra (<http://www.dlf.no/kjedeprodukter-naermer-30-andel-markedet/>)
- dn.no. (2014). *Norges største minnesmerke over en fiasko*. Hentet september 25, 2017 fra <https://www.dn.no/nyheter/finans/2014/09/23/2202/Nringseiendom/norges-streste-minnesmerke-over-en-fiasko>
- e24.no. (2012). *Kraft Foods bytter navn til Mondeléz International*. Hentet november 10, 2017 fra <http://e24.no/naeringsliv/kraft-foods-bytter-navn-til-mondelez-international/20180508>)
- finansportalen.no. (2017). *Risiko og avkastning i obligasjonsfond*. Hentet oktober 24, 2017 fra <https://www.finansportalen.no/andre-valg/artikler/risiko-og-avkastning-i-obligasjonsfond/>
- forbes.com. (2017). Hentet november 10, 2017 fra <https://www.forbes.com/global2000/#9d2be12335d8>
- forbes.com. (2017). *Forbes.com - Mondelez International*. Hentet november 10, 2017 fra <https://www.forbes.com/companies/mondelez-international/>
- Gjesdal, F., & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen akademisk forlag.
- Grant, R. (2010). *Contemporary Strategy Analysis* (7th edition. utg.). West Sussex, United Kingdom: John Hiley & Sons.
- Jones, G., & Hill, C. (2010). *Theory of strategic management* (9th edition. utg.). Hampshire, USA: Cengage learning.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utgave. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Kinserdal, F. (2014). *Hvordan manipulere med regnskapet*. Hentet oktober 5, 2017 fra magma.no: <https://www.magma.no/hvordan-manipulere-med-regnskapet>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation. Measuring and managing the value of companies*. Hoboken: John Wiley & Sons.
- kpmg.com. (2017). *Corporate tax rate table*. Hentet september 25, 2017 fra <https://home.kpmg.com/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html>

- kpmg.no. (2017). *Immaterielle eiendeler*. Hentet oktober 15, 2017 fra <https://verdtavite.kpmg.no/immaterielle-eiendeler.aspx>.
- Kvifte, S., Tofteland, A., & Bernhoft, A.-C. (2011). *Finansregnskap. God regnskapsskikk og IFRS* (2. utgave. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Lien, L., & Jakobsen, E. (2015). *Ekspansjon og konsernstrategi* (2. utgave. utg.). Oslo: Gyldendal.
- Lien, L., Knudsen, E. S., & Baardsen, T. Ø. (2016). *Strategiboken*. Bergen: Fagbokforlaget.
- mattilsynet.no. (2012). *Merking av matvarer*. Hentet september 25, 2017 fra https://www.mattilsynet.no/mat_og_vann/merking_av_mat/generelle_krav_til_merking_av_mat/merking_av_matvarer.2615
- mondelezinternational. (2017). *Factsheet Mondeléz*. Hentet november 10, 2017 fra http://www.mondelezinternational.com/~media/MondelezCorporate/Uploads/downloads/mondelez_intl_fact_sheet.pdf
- nationen.no. (2017). *Mindre tull med toll gir investering på Stranda*. Hentet september 25, 2017 fra <http://www.nationen.no/kommentar/mindre-tull-med-toll-gir-investering-pa-stranda/>
- nestle.com. (2017). *Om Nestle*. Hentet september 10, 2017 fra <https://www.nestle.com/aboutus>
- Nguyen, M., Fastbø, K., Carnejo, C., Ellingsen, K., & Mjelde, M. (2016). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet oktober 24, 2017 fra magma.no: (<https://www.magma.no/risikopremien-i-det-norske-markedet2>)
- norden.org. (2017). *Fakta om Norden - Befolkning*. Hentet september 25, 2017 fra <http://www.norden.org/no/fakta-om-norden/befolkning>
- norges-bank.no. (2017). *Statsobligasjoner daglige noteringer*. Hentet oktober 24, 2017 fra <http://www.norges-bank.no/statistikk/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-daglige-noteringer/>
- Orkla. (2015). *Orkla - presentasjoner*. Hentet september 5, 2017 fra http://www.orkla.no/Investor/Download-center?Query=* &subtreefilter=13194&Year=2015
- Orkla. (2017). *Årsrapporter 2013-2016*. Hentet september 1, 2017 fra [http://www.orkla.no/Investor/GA-General-Archive/Rapporter/AArsrapporter/\(language\)/nor-NO](http://www.orkla.no/Investor/GA-General-Archive/Rapporter/AArsrapporter/(language)/nor-NO)
- Orkla. (2017d). *Årsrapport 2016*. Hentet september 3, 2017 fra <http://hugin.info/111/R/2088262/788260.pdf>
- orkla.no. (2011). *Orklas investordag 2011*. Hentet november 5, 2017 fra <http://www.orkla.no/Presserom/Nyheter/Orkla-Investor-Dag-i-London-Orklas-kjernekompetanse-som-utgangspunkt-for-vekst-innen-merkevarer>
- orkla.no. (2017a). *Om Orkla*. Hentet august 28, 2017 fra <http://www.orkla.no/Om-Orkla>
- orkla.no. (2017). *Orkla - omsetning i Orkla-aksjen*. Hentet september 5, 2017 fra <http://www.orkla.no/Investor/Aksjen/Aksjeinformasjon/Omsetning-i-Orkla-aksjen>
- orkla.no. (2017b). *Historie: viktige hendelser*. Hentet august 29, 2017 fra <http://www.orkla.no/Om-Orkla/Historie/Viktige-hendelser>
- orkla.no. (2017c). *Visjon, verdier og strategi*. Hentet august 29, 2017 fra <http://www.orkla.no/Om-Orkla/Visjon-verdier-og-strategi>
- orkla.no. (2017e). *Orkla - utbytte og egne aksjer*. Hentet september 5, 2017 fra <http://www.orkla.no/Investor/Aksjen/Utbytte-og-egne-aksjer>

-
- orkla.no. (2017f). *Orkla - aksjonærer*. Hentet november 10, 2017 fra <http://www.orkla.no/Investor/Aksjen/Aksjonaerer>
- orkla.no. (2017g). *Tror ikke ferdigmat er like sunt som hjemmelaget*. Hentet september 25, 2017 fra <http://www.orkla.no/Presserom/Nyheter/Tror-ikke-ferdigmat-er-like-sunt-som-hjemmelaget-mat>
- orkla.no. (2017h). *Kortreist eller langreist*. Hentet 25 september, 2017 fra (<http://www.orkla.no/Presserom/Nyheter/Kortreist-eller-langreist>)
- orkla.no. (2017i). *Samfunnsansvar*. Hentet september 25, 2017 fra [http://www.orkla.no/Samfunnsansvar/Samfunnsansvar/\(language\)/nor-NO](http://www.orkla.no/Samfunnsansvar/Samfunnsansvar/(language)/nor-NO)
- orkla.no. (2017j). *Ansvarlige innkjøp*. Hentet september 25, 2017 fra <http://www.orkla.no/Samfunnsansvar/Ansvarlige-innkjoep>
- orkla.no. (2017k). *Finansielle tall*. Hentet november 25, 2017 fra <http://www.orkla.no/Investor/Finansielle-tall>
- orkla.no. (2017l). *Innovasjon*. Hentet september 25, 2017 fra <http://www.orkla.no/Om-Orkla/Innovasjon>
- oslobors.no. (2017). *Aksjer*. Hentet oktober 24, 2017 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/list/shares/quotelist/ose/all/all/false>.
- Palepu, K., Healy, P., & Peek, E. (2013). *Business analysis and valuation. IFRS edition* (3rd edition. utg.). Hampshire, USA: Cengage learning.
- Penman, S. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5th edition. utg.). New York, USA: McGraw-Hill.
- Petersen, C., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017). *Valuation - Credit analysis - Performance evaluation*. Bergen: Fagbokforlaget.
- pginvestor. (2017). Hentet november 10, 2017 fra <http://www.pginvestor.com/Cache/1001226104.PDF?O=PDF&T=&Y=&D=&FI D=1001226104&iid=4004124>
- Picker, R. (2016). *Applying IFRS standards*. Chichester: Wiley.
- Porter, M. (1979). *How Competitive Forces Shape Strategy*. How Competitive Forces Shape Strategy.
- Porter, M. (2008). *The five Competitive Forces That Shape Strategy*. Harvard Business Review.
- professionalacademy.com. (2017). *Marketing theories - Pestel analysis*. Hentet september 25, 2017 fra <https://www.professionalacademy.com/blogs-and-advice/marketing-theories---pestel-analysis>
- regjeringen.no. (2017). *En ny global handelsavtale har trådt i kraft*. Hentet 25 september, 2017 fra https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/ny_handelsordning/id2540311/
- regjeringen.no. (u.d.). *NOU 1997: 6*. Hentet september 25, 2017 fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-1997-6/id140758/sec14>
- snl.no. (2017). *snl.no: egne merkevarer*. Hentet november 10, 2017 fra https://snl.no/egne_merkevarer
- ssb.no. (2016). *Hvorfor har Norge så mye høyere inflasjon enn EU?* Hentet september 25, 2017 fra <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/artikler-og-publikasjoner/hvorfor-har-norge-sa-mye-hoyere-inflasjon-enn-eu>
- tns-gallup.no. (2017). *En ny generasjon av egne merkevarer*. Hentet 10 november, 2017 fra <http://www.tns-gallup.no/kantar-tns-innsikt/en-ny-generasjon-av-egne-merkevarer>

-
- tradingeconomics.com. (2016). *BNP per innbygger PPP - Liste over land- Europa*. Hentet september 25, 2017 fra <https://no.tradingeconomics.com/country-list/gdp-per-capita-ppp?continent=europe>
- tradingeconomics.com. (2017). *Inflasjon - liste over land- Europa*. Hentet september 25, 2017 fra <https://no.tradingeconomics.com/country-list/inflation-rate?continent=europe>
- unilever.com. (2017). *About Unilever*. Hentet november 10, 2017 fra <https://www.unilever.com/about/who-we-are/about-Unilever/>
- Vigdel, L. (2017). *Leasing: ny IFRS regnskapsstandard*. Hentet oktober 15, 2017 fra <https://www.magma.no/leasing-ny-ifrs-regnskapsstandard>
- wikipedia.no. (2017). Hentet november 15, 2017 fra https://no.wikipedia.org/wiki/Unilever#cite_ref-3
- worldometers.info. (2017). *Population by country*. Hentet september 25, 2017 fra <http://www.worldometers.info/world-population/population-by-country/>
- Yehong, Z. (16). *The world's top selling ice-cream brands*. Hentet november 10, 2017 fra <https://www.forbes.com/sites/yehongzhu/2016/06/21/the-worlds-top-selling-ice-cream-brands-2/#165cf20f5a89>

Forelesningsmaterieell

Knivsflå, K.H. (2017). BUS440/MRR413A Rekneskapsanalyse og verdivurdering. NHH, Bergen. Tilgjengelig med passord fra: <http://course.nhh.no/master/bus440>

- [2017a] Forelesning 1 - Introduksjon
- [2017b] Forelesning 2 – Strategi, rekneskap og verdi
- [2017c] Forelesning 3 – Rekneskapsanalyse. Ramme og ”trailing”
- [2017d] Forelesning 4 – Omgruppering for analyse
- [2017e] Forelesning 5 – Omgruppering balanse og kontantstrøm
- [2017f] Forelesning 6 – Rekneskapsbasert måling og målefeil
- [2017g] Forelesning 7 – Justering av målefeil
- [2017h] Forelesning 8 – Kredittvurdering. Syntetisk rating.
- [2017i] Forelesning 9 - Avkastingskrav
- [2017j] Forelesning 10 – Strategisk rentabilitetsanalyse
- [2017k] Forelesning 11 – Strategisk driftsanalyse
- [2017l] Forelesning 13 – Framtidsrekneskap. Ramme og driftsinntekter
- [2017m] Forelesning 14 – Framtidsrekneskap. Andre budsjettdriverarar
- [2017n] Forelesning 15 – Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse
- [2017o] Forelesning 16 – Fundamental verdivurdering. Eigenkapitalmetoden
- [2017p] Forelesning 17 – SSK-metoden og verdikonvergens
- [2017q] Forelesning 18 – Uvisse i verdiestimatet
- [2017r] Forelesning 21 – Komparativ verdivurdering
- [2017s] Forelesning 22 – Opsjonsbasert

Årsrapporter og kvartalsrapporter

Nestlé. Publications. Hentet fra

<https://www.nestle.com/investors/publications>

Mondelez. Annual reports. Hentet fra

<http://www.mondelezinternational.com/investors/investing-in-us/annual-reports>

Mondelez. Annual reports. Hentet fra

<http://www.annualreports.com/Company/mondelez-international>

Mondelez. Corporate financial news releases. Hentet fra

<http://ir.mondelezinternational.com/releases.cfm>

Orkla. Årsrapporter 2013-2016. Hentet fra

[http://www.orkla.no/Investor/GA-General-Archive/Rapporter/AArsrapporter/\(language\)/nor-NO](http://www.orkla.no/Investor/GA-General-Archive/Rapporter/AArsrapporter/(language)/nor-NO)

Orkla. Kvartalsrapporter 2016-2017. Hentet fra [http://www.orkla.no/Investor/GA-General-Archive/Rapporter/Kvartalsrapporter/\(language\)/nor-NO](http://www.orkla.no/Investor/GA-General-Archive/Rapporter/Kvartalsrapporter/(language)/nor-NO)

Procter & Gamble. Annual reports. Hentet fra

<http://www.pginvestor.com/CustomPage/Index?KeyGenPage=1073748359>

Unilever. Annual report and accounts highlights 2016. Hentet fra

<https://www.unilever.com/investor-relations/annual-report-and-accounts/>

Unilever. Archive of Unilever report and accounts. Hentet fra

<https://www.unilever.com/investor-relations/annual-report-and-accounts/archive-of-unilever-annual-report-and-accounts.html>

Unilever. Presentations and speeches. Hentet fra

<https://www.unilever.com/investor-relations/results-and-presentations/presentations-and-speeches/?Topics=408247&monthFrom=1&yearFrom=2002&monthTo=12&yearTo=2017&page=2>

Figuroversikt

Figur 2-1: Orklas forretningsområder	15
Figur 2-2: Orklas geografiske inndeling av salgssinntekt	16
Figur 2-3 – Fordeling av Orklas driftsinntekter i merkevareområdet t i 2016.....	19
Figur 2-4: Aksjonærliste Orkla	23
Figur 2-5: Aksjonærer i Orkla, fordelt etter nasjon.....	24
Figur 2-6: Driftsinntekter for selskapene i bransjen i årene 2013-2016	31
Figur 3-1: Knivsflås rammeverk for fundamental verdsettelse	38
Figur 4-1: SVIMA-analyse av interne ressurser	61
Figur 4-2: SWOT-analyse	62
Figur 5-1: Omgruppering fra total kapital til sysselsatt kapital	80
Figur 5-2: Omgruppering fra sysselsatt kapital til netto driftskapital	81
Figur 5-3: Rammeverk for forholdstallanalyse	90
Figur 6-1: Likviditetsgrad 1 Orkla vs bransjen i årene 2014-2017T.....	93
Figur 6-2: Rentedeckningsgrad Orkla vs bransje i årene 2014-2017T	95
Figur 6-3: Egenkapitalandel Orkla vs bransje i årene 2014-2017T	99
Figur 6-4: Netto driftsrentabilitet Orkla vs bransje	101
Figur 6-5: Finansieringsanalyse av Orkla i 2017T	102
Figur 7-1: Regresjonsanalyse av avkastningen til Orkla-aksjen mot verdensindeksen MSCI	113
Figur 7-2: Utdata fra regresjonsanalysen. Orkla-aksjen mot MSCI-indeksen.....	113
Figur 8-1: Dekomponering av strategisk fordel etter Knivsflås (2017) rammeverk.....	126

Figur 9-1: rammeverket for fremskrivning av regnskapet	143
Figur 9-2: historisk driftsinntektsvekst i Orkla i årene 2014-2017T	144
Figur 9-3: Orklas driftsinntekter knyttet til investeringer i årene 2012-2016 (orkla.no, 2017k)	145
Figur 9-4: Orklas driftsinntekter fra merkevareområdet i årene 2012-2016 (orkla.no, 2017k)	145
Figur 9-5: budsjettert driftsinntektsvekst for Orkla.....	153
Figur 9-6: Orklas budsjetterte driftsmargin.....	155
Figur 9-7: det budsjetterte omløpet til netto driftseiendeler i Orkla.....	156
Figur 9-8: budsjetterte finansiell gjeldsdel i Orkla.....	158
Figur 9-9: budsjettert finansiell eiendelsdel i Orkla	159
Figur 9-10: Minoritetsdel i prognoseperioden.....	162
Figur 11-1: Konvergeringsprosessen mellom egenkapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden	184
Figur 11-2: Resultat av simuleringen i Crystal Ball.....	189
Figur 11-3: Oppsidepotensial for verdiestimatet.....	191
Figur 11-4: Nedsiderisiko for verdiestimatet	191

Tabelloversikt

Tabell 5-1: Orklas rapporterte resultatregnskap 2014-2017T	68
Tabell 5-2: Orklas totalresultat 2014-2017T	69
Tabell 5-3: Orklas rapporterte balanse, eiendelssiden 2014-2017T.....	69
Tabell 5-4: Orklas rapporterte balanse, gjeld og egenkapital 2014-2017T	70
Tabell 5-5: Orklas fullstendig nettoresultat til egenkapital 2014-2017T	71
Tabell 5-6: Orklas fullstendig driftsresultat før skatt 2014-2017T	72
Tabell 5-7: Orklas fullstendig finansresultat før skatt 2014-2017T	72
Tabell 5-8: Orklas unormale netto driftsresultat 2014-2017T.....	73
Tabell 5-9: Orklas unormale netto finansresultat 2014-2017T	73
Tabell 5-10: Orklas driftsskattesats 2014-2017T	74
Tabell 5-11: Fordeling av skattekostnad for Orkla 2014-2017T.....	75
Tabell 5-12: Orklas omgrupperte resultatregnskap 2014-2017T	75
Tabell 5-13: Orklas omgrupperte balanse 2014-2017T	79
Tabell 5-14: Justering for forskning og utvikling i Orklas regnskaper 2014-2017T	83
Tabell 5-15: Justering for merkevarekapital i Orklas regnskaper 2014-2017T	84
Tabell 5-16: Justering for leieforpliktelser i Orklas regnskaper 2014-2017T.....	86
Tabell 5-17: Endelig omgruppert resultatregnskap	87
Tabell 5-18: Endelig omgruppert balanse	88
Tabell 5-19: Sysselsatt kapital etter omgruppering 2014-2017T	88
Tabell 5-20: Netto driftskapital etter omgruppering	89

Tabell 5-21: Fri kontantstrøm til egenkapital for Orkla etter omgruppering 2014-2017T.....	89
Tabell 6-1: Likviditetsgrad 1 for Orkla og bransjen i årene 2014-2017T	93
Tabell 6-2: Likviditetsgrad 2 for Orkla og bransjen i årene 2014-2017T	94
Tabell 6-3: Rentedekningsgrad for Orkla og bransjen i årene 2014-2017T.....	95
Tabell 6-4: Orklas kontantstrøm basert på finansielle eiendeler årene 2014-2017T.....	97
Tabell 6-5: Fremtidig gjeldsdekning for Orkla	98
Tabell 6-6: Egenkapitalandel for Orkla og bransjen i årene 2014-2017T	100
Tabell 6-7: Netto driftsrentabilitet for Orkla og bransjen i årene 2014-2017T	101
Tabell 6-8: Rammeverket for syntetisk rating (Knivsflå, 2017h)	103
Tabell 6-9: Syntetisk rating Orkla i årene 2014-2017T.....	103
Tabell 6-10: Syntetisk rating bransjen i årene 2014-2017T	103
Tabell 7-1: risikofri rente i årene 2014-2017T	109
Tabell 7-2: Estimert markedsrisikopremie etter skatt	111
Tabell 7-3: Netto driftsbeta for Orkla i årene 2014-2017T	115
Tabell 7-4: Orklas egenkapitalkrav etter skatt i årene 2014-2017T.....	116
Tabell 7-5: Minoritetskrav i Orkla i årene 2014-2017T.....	116
Tabell 7-6: Standard & Poor's rammeverk for beregning av kredittrisikopremie	117
Tabell 7-7: Orklas finansielle gjeldskrav i årene 2014-2017T.....	118
Tabell 7-8: Orklas finansielle gjeldsbeta i årene 2014-2017T	118
Tabell 7-9: Orklas finansielle eiendelskrav i årene 2014-2017T	119
Tabell 7-10: Orklas finansielle eiendelsbeta i årene 2014-2017T	120

Tabell 7-11: Orklas netto finansielle gjeldskrav i årene 2014-2017T.....	121
Tabell 7-12: Orklas netto finansielle gjeldsbeta i årene 2014-2017T	121
Tabell 7-13: Orklas netto driftskrav i årene 2014-2017T	122
Tabell 7-14: Orklas sysselsatte kapitalkrav i årene 2014-2017T	122
Tabell 7-15: Historiske avkastningskrav beregnet i dette kapittelet	123
Tabell 8-1: Orklas egenkapitalrentabilitet i årene 2014-2017T	125
Tabell 8-2: Orklas superrentabilitet til egenkapitalen i årene 2014-2017T	126
Tabell 8-3: Ren driftsfordel i Orkla i årene 2014-2017T	128
Tabell 8-4: Bransjefordel i drift i årene 2014-2017T	128
Tabell 8-5: Orklas rentabilitetsfordel i årene 2014-2017T.....	129
Tabell 8-6: Orklas kravfordel i årene 2014-2017T	130
Tabell 8-7: Orklas ressursfordel i drift i årene 2014-2017T	130
Tabell 8-8: Orklas marginfordel i årene 2014-2017T	132
Tabell 8-9: Common size-analyse av Orkla i årene 2014-2017T	132
Tabell 8-10: Common size-analyse av bransjen i årene 2014-2017T	133
Tabell 8-11: Orklas omløpsfordel i årene 2014-2017T.....	134
Tabell 8-12: Orklas strategiske fordel i drift i årene 2014-2017	135
Tabell 8-13: Orklas gearingfordel i drift i årene 2014-2017T	137
Tabell 8-14: Samlet driftsfordel for Orkla	137
Tabell 8-15: Finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld for Orkla i årene 2014-2017T	138
Tabell 8-16: Minoritetsinteressene i Orkla sin finansieringsfordel i årene 2014-2017T	139

Tabell 8-17: oppsummering av Orklas finansieringsfordel i årene 2014-2017T	140
Tabell 9-1: budsjetterte driftsinntekter for Orkla	153
Tabell 9-2: Orklas budsjetterte driftsmargin	155
Tabell 9-3: det budsjetterte omløpet til netto driftseiendeler i Orkla	156
Tabell 9-4: netto finansiell gjeld for Orkla i budsjettperioden	159
Tabell 9-5: Orklas budsjetterte netto finanskostnad	161
Tabell 9-6: minoritetsandel i Orkla i budsjettperioden.....	162
Tabell 9-7: Netto minoritetsresultat i budsjettperioden.....	163
Tabell 9-8: Orklas resultatregnskap i budsjettperioden.....	163
Tabell 9-9: sysselsatt kapital i Orkla i budsjettperioden	164
Tabell 9-10: netto driftskapital i Orkla i budsjettperioden	164
Tabell 9-11: kontantstrømmen i Orkla i budsjettperioden	164
Tabell 10-1: Beregning av langsiktig rente i periode T.....	166
Tabell 10-2: Orklas fremtidige risikofrie rente etter skatt.....	166
Tabell 10-3: fremtidig markedsrisikopremie.....	167
Tabell 10-4: fremtidig egenkapitalbeta i Orkla	167
Tabell 10-5: utvikling i Orklas fremtidige egenkapitalkrav etter skatt	169
Tabell 10-6: Minoritetskrav i budsjettperioden.....	169
Tabell 10-7: hjelpeberegning for å finne egenkapitalprosenten til Orkla.....	170
Tabell 10-8: utvikling i fremtidig syntetisk rating med tilhørende kredittrisikopremie.....	170
Tabell 10-9: Orklas fremtidige finansielle gjeldskrav	171

Tabell 10-10: Orklas fremtidige finansielle eiendelskrav	171
Tabell 10-11: utviklingen i Orkla sitt netto finansielle gjeldskrav.....	171
Tabell 10-12: Orklas finansielle gjeldsbeta i budsjettperioden	172
Tabell 10-13: Orklas finansielle eiendelsbeta i budsjettperioden	172
Tabell 10-14: Orklas netto finansielle gjeldsbeta i budsjettperioden.....	172
Tabell 10-15: utvikling i fremtidig netto driftskrav for Orkla	173
Tabell 10-16: utvikling i fremtidig sysselsatt kapitalkrav for Orkla.....	173
Tabell 10-17: Orklas fremtidige strategiske fordel	174
Tabell 10-18: Orklas fremtidige superprofitt til egenkapitalen.....	174
Tabell 11-1: Fri kontantstrøm til egenkapital-metoden.....	180
Tabell 11-2: Superprofittmodellen - Egenkapitalmetoden.....	180
Tabell 11-3: Superprofittvekstmodellen - Egenkapitalmetoden	180
Tabell 11-4: fri kontantstrøm til netto driftskapital-metoden.....	180
Tabell 11-5: Superprofittmodellen - Netto driftkapitalmetoden	181
Tabell 11-6: Superprofittvekstmodellen - netto driftskapitalmetoden	181
Tabell 11-7: fri kontantstrøm til sysselsatt kapital-metoden.....	181
Tabell 11-8: Superpofittmodellen - Sysselsatt kapitalmetoden.....	181
Tabell 11-9: Superprofittvekstmodellen - Sysselsatt kapitalmetoden.....	182
Tabell 11-10: Første verdiestimat på Orklas egenkapitalverdi ved bruk av de ulike metodene	182
Tabell 11-11: Første estimat av Orklas aksjekurs ved bruk av de ulike metodene	182

Tabell 11-12: Konvergeringsprosessen mellom egenkapitalmetoden og netto-driftskapitalmetoden	183
Tabell 11-13: Budsjettdrive brukt i simulering	188
Tabell 11-14: Utdata fra simuleringen i Crystal Ball	190
Tabell 11-15: Sensitivitetsanalyse	192
Tabell 12-1: Verdiestimat per aksje i Orkla ved bruk av pris/bok-multiplikator	196
Tabell 12-2: Verdiestimat per aksje i Orkla ved bruk av price-earnings-multiplikator	197
Tabell 12-3: Verdiestimat per aksje i Orkla ved bruk av EV/EBITDA-multiplikator	198
Tabell 12-4: Komparativt verdiestimat	199
Tabell 13-1: Endelig verdiestimat for Orklas aksjekurs	201