

NHH



NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, høsten 2017

REMA 1000

Strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdsettelse

Malene Valde og Madeleine Riise

Veileder: Kjell Henry Knivsflå

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

Formålet med masterutredningen er å estimere verdien av egenkapitalen til Rema 1000 per 31.12.2016. Dette ble gjennomført ved å benytte teknikken fundamental verdsettelse, kombinert med analyse av usikkerhet og komparativ verdsettelse.

Det fundamentale verdiestimatet på egenkapitalen til Rema 1000 er 24 864 MNOK. Med en beholdning på 1000 aksjer resulterer dette i en verdi på 24,864 MNOK per aksje den 31.12.16. Denne verdien gir et pris/bok-forhold på 3,6, noe som tilsier at virksomheten skaper betydelige merverdier. Dette er konsistent med den strategiske regnskapsanalysen, som avdekket at Rema 1000 historisk har en stor strategisk fordel fra drift. Denne består både av en moderat bransjefordel og en moderat ressursfordel.

Hovedkildene til bransjefordelen er markedsstrukturen (oligopol), høye etableringsbarrierer og få reelle substitutter. Denne forventes å holde seg konstant i fremtiden. Ressursfordelen oppstår hovedsakelig som følge av franchiseorganiseringen. Denne forventes imidlertid å bli redusert i fremtiden. Vi har begrunnet dette i den høye konkurransen internt i bransjen, og særlig i lavprissegmentet. Bransjefordelen vil dermed være hovedkilden til fremtidige merverdier.

Justering for kort konkursrisiko reduserer videre verdiestimatet per aksje til 24,789 MNOK. Usikkerheten i verdiestimatet er deretter analysert gjennom en simuleringsanalyse, samt analyse av sensitivitet. Analysen av usikkerhet viser et standardavvik på 30 %, og avdekker at driftsinntektsvekst på mellomlang sikt er den mest sensitive driveren.

Komparativ verdsettelse, ved hjelp av multiplikatormodellen, gav den laveste verdien av metodene, en verdi på 24,418 MNOK per aksje. Det endelige estimatet er videre beregnet med grunnlag i det konkursjusterte estimatet og det komparative verdiestimatet, hvor det konkursjusterte verdiestimatet ble vektlagt mest. Det endelige verdiestimatet på aksjeverdien til Rema 1000 per 31.12.2016 er 24,696 MNOK.

Flytter vi verdiestimatet til 31.12.2017, får vi et verdiestimat på 25,188 MNOK per aksje.

Forord

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

Etter snart fem år med teoretiske studier, ønsket vi å skrive en masterutredning hvor vi fikk muligheten til å kombinere teoretisk forståelse med evnen til å gjøre subjektive vurderinger og ta selvstendige valg. Valg av tema falt derfor på strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdsettelse. Utredningen bygger på masterkurset BUS440 Regnskapsanalyse og verdivurdering, samt supplerende litteratur.

Vi ønsket å skrive om en dagsaktuell bransje og virksomhet. Videre ønsket vi å gjøre noe som ikke hadde blitt gjort før. Valget falt derfor på dagligvarebransjen, en bransje som har gjennomgått svært drastiske endringer de siste tiårene. Bransjen fremstår derfor som svært interessant. Videre falt valget på Rema 1000. Rema 1000 har vært mye omtalt i 2017 grunnet dårlige strategiske valg. Kombinert med rykter om børsnotering og salg, anser vi virksomheten som veldig spennende å analysere nærmere.

Arbeidet med masterutredningen har vært en svært lærerik prosess som har gitt oss verdifull innsikt i en aktuell bransje.

Avslutningsvis ønsker vi å rette en takk til vår dyktige og svært imøtekommende veileder, Professor Kjell Henry Knivsflå. Tusen takk for gode, og ikke minst raske tilbakemeldinger og innspill underveis i arbeidet.

Norges Handelshøyskole

Bergen, desember 2017

Malene Valde

Malene Valde

Madeleine Riise

Madeleine Riise

Begrepsavklaringer

Bransjegliedning – Bransjegliedning er et begrep som omtaler bevegelse i virksomhetens grenser, både horisontalt, vertikalt og i samarbeidsformer, mot andre bransjer. Eksempler er faghandelen Europris sitt økende sortiment av dagligvare, Reitan Servicehandel sitt samarbeid med Shell og NorgesGruppens samarbeid med Statoil og 7-Eleven.

Delisting – Delisting betyr at varen ikke lenger vil være en del av vareregisteret til en dagligvarekjede.

Detaljist/detaljhandel – Detaljhandel er salg av varer/tjenester i små partier til en sluttbruker for endelig forbruk (snl, 2017). For vårt formål benyttes detaljist derfor om butikkene/utsalgsstedene til de ulike dagligvarekjedene.

Egne merkevare (EMV) – Egne merkevare (EMV) er definert som et produkt hvis resept og merkevare eies av en dagligvarekjede (NOU 2011:4, s. 34). Produktets resept og utseende kontrolleres av kjeden, og kjeden har eiendomsretten til produktdesignet. Viser her til delkapittel 2.3.3, hvor vi går nærmere inn på bruk av EMV i dagligvarebransjen.

Franchise – Franchise kan beskrives som en metode for distribusjon av helhetlige forretningskonsepter. Franchising er altså en samarbeidsavtale hvor en eier av et forretningskonsept leier ut retten til å benytte konseptet og varemerket til andre. Til sammen dannes det en kjede av bedrifter under samme merkevare. Vi viser også her til delkapittel 2.3.3.

Konsept/konseptkjede – Et konsept eller en konseptkjede er en kjede med dagligvarebutikker under samme konsept. Eksempler på konsepter/konseptkjeder er Kiwi og Meny.

Paraplykjede, dagligvarekjede, kjede – Disse begrepene benyttes til å referere til det selskapet som eier konseptene/konseptkjedene. Paraplykjede/dagligvarekjede/kjede benyttes derfor for å omtale Rema 1000, NorgesGruppen og Coop.

Stordriftsfordeler – Stordriftsfordeler eksisterer dersom det å ha et høyt volum av en bestemt aktivitet gir opphav til lavere gjennomsnittskostnader (snl, 2014).

Vertikal integrasjon – Vertikal integrasjon innebærer at uavhengige ledd i den vertikale kjeden blir en del av samme enhet. Dette kan føre til bedre koordinering internt i den vertikale kjeden og hindre dobbel marginalisering (to prispåslag) (Gabrielsen mfl., 2013, s.37).

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
BEGREPSAVKLARINGER	4
INNHALDSFORTEGNELSE	5
1. INNLEDNING	11
1.1 VALG AV TEMA, BRANSJE OG VIRKSOMHET.....	11
1.2 MÅLSETNING OG AVGRENSNING	11
1.2.1 Målsetning	11
1.2.2 Avgrensning	12
1.3 STRUKTUR AV MASTERUTREDNINGEN.....	12
1.3.1 Struktur og rammeverk.....	12
2. PRESENTASJON AV BRANSJEN OG REMA 1000.....	14
2.1 REMA 1000	14
2.2 PRESENTASJON AV DAGLIGVAREBRANSJEN.....	14
2.2.1 Introduksjon til dagligvarebransjen.....	14
2.2.2 Historisk utvikling.....	16
2.2.3 Særtrekk ved den norske dagligvarebransjen	19
2.3 MAKROFORHOLD	21
2.3.1 Politiske og juridiske forhold.....	21
2.3.2 Økonomiske forhold.....	22
2.3.3 Sosiokulturelle forhold.....	24
2.3.4 Teknologiske forhold.....	25
2.3.5 Miljømessige forhold	27
2.4 KOMPARATIVE SELSKAP	27
2.4.1 NorgesGruppen.....	27
2.4.2 Coop Norge.....	29
2.5 REMA 1000	31
2.5.1 Historisk utvikling.....	31
2.5.2 Forretningsområder.....	32
2.6 HVORDAN REMA 1000 SKILLER SEG FRA DE SAMMENLIGNBARE VIRKSOMEHTENE.....	35

3.	VERDSETTELSESTEKNIKKER.....	37
3.1	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	37
3.1.1	<i>Egenkapitalmetoden.....</i>	<i>38</i>
3.1.2	<i>Selskapskapitalmetoden</i>	<i>38</i>
3.2	KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	39
3.2.1	<i>Multiplikatormodellen.....</i>	<i>39</i>
3.2.2	<i>Substansverdimodellen.....</i>	<i>39</i>
3.3	OPSJONSBASERT VERDSETTELSE	40
3.4	VALG AV HOVEDTEKNIKK	41
3.5	RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	42
4.	STRATEGISK ANALYSE	43
4.1	RAMMEVERK FOR DEN STRATEGISKE ANALYSEN	43
4.2	EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE	45
4.2.1	<i>PESTEL – analyse.....</i>	<i>45</i>
4.2.2	<i>Porters femkraftsmodell</i>	<i>51</i>
4.2.3	<i>Bransjefordel oppsummert</i>	<i>62</i>
4.3	INTERN RESSURSORIENTERT ANALYSE	62
4.3.1	<i>VRIO.....</i>	<i>63</i>
4.3.2	<i>Ressursfordel oppsummert</i>	<i>68</i>
4.4	SWOT.....	69
4.5	STRATEGISK FORDEL OPPSUMMERT.....	72
4.6	STRATEGISK VEKSTANALYSE	73
5.	REGNSKAPSANALYSE.....	75
5.1	RAMMEVERK OG PRAKTISKE VALG	75
5.1.1	<i>Praktiske valg.....</i>	<i>75</i>
5.1.2	<i>Rammeverk for regnskapsanalyse</i>	<i>76</i>
5.2	PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL.....	78
5.2.1	<i>Resultatregnskap</i>	<i>78</i>
5.2.2	<i>Balanse.....</i>	<i>79</i>
5.2.3	<i>Endring i egenkapital.....</i>	<i>79</i>
5.3	OMGRUPPERING FOR ANALYSE.....	80

5.3.1	<i>Omgruppering av resultatregnskapet</i>	80
5.3.2	<i>Omgruppering balanse</i>	85
5.4	ANALYSE AV MÅLEFEIL OG JUSTERING	88
5.4.1	<i>Tre typer målefeil</i>	89
5.4.2	<i>Analyse av målefeil og justering</i>	90
5.4.3	<i>Driftsinntekter</i>	95
5.4.4	<i>Oppsummering av justering av Rema</i>	97
5.4.5	<i>Presentasjon av omgrupperte og justerte tall for Rema 1000</i>	98
5.4.6	<i>Presentasjon av omgrupperte og justerte tall for bransjen</i>	100
5.5	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLANALYSE	102
6.	ANALYSE AV RISIKO	103
6.1	ANALYSE AV KORTSIKTIG RISIKO – LIKVIDITETSANALYSE.....	103
6.1.1	<i>Gjeldsdekning i balansen</i>	104
6.1.2	<i>Gjeldsdekning gjennom nettoresultat og kontantstrøm</i>	106
6.1.3	<i>Gjeldsdekning i fremtiden</i>	109
6.2	ANALYSE AV LANGSIKTIG RISIKO – SOLIDITETSANALYSE	109
6.2.1	<i>Egenkapitalandel</i>	110
6.2.2	<i>Analyse av lønnsomhet</i>	111
6.2.3	<i>Analyse kapitalstruktur</i>	112
6.3	OPPSUMMERING – SYNTETISK RATING	113
7.	HISTORISK AVKASTNINGSKRAV	116
7.1	AVKASTNINGSKRAVET TIL TOTALKAPITALEN	116
7.2	AVKASTNINGSKRAVET TIL EGENKAPITAL	116
7.2.1	<i>Risikofri rente</i>	117
7.2.2	<i>Gjennomsnittlig egenkapitalbeta</i>	118
7.2.3	<i>Markedets risikopremie</i>	120
7.2.4	<i>Illikviditetspremie</i>	121
7.2.5	<i>Estimert gjennomsnittlig avkastningskrav til egenkapitalen</i>	121
7.3	AVKASTNINGSKRAVET TIL NETTO FINANSIELL GJELD	122
7.3.1	<i>Krav til avkastning på finansiell gjeld</i>	122

7.3.2	<i>Krav til avkastning på finansielle eiendeler</i>	123
7.3.3	<i>Estimert avkastningskrav til netto finansiell gjeld</i>	124
7.3.4	<i>Beta til finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld</i>	124
7.4	AVKASTNINGSKRAVET TIL TOTALKAPITALEN	126
8.	ANALYSE AV LØNNSOMHET	128
8.1	STRATEGISK FORDEL – SUPERRENTABILITET TIL EGENKAPITAL	128
8.2	DRIFTSFORDEL – BRANSJE, RESSURS OG GEARING.....	130
8.2.1	<i>Bransjefordel</i>	131
8.2.2	<i>Ressursfordel</i>	132
8.2.3	<i>Gearingfordel drift</i>	137
8.3	FINANSIERINGSFORDEL	138
8.3.1	<i>Finansieringsfordel finansiell gjeld</i>	138
8.3.2	<i>Finansieringsfordel finansielle eiendeler</i>	139
8.3.3	<i>Finansieringsfordel netto finansiell gjeld</i>	140
8.3.4	<i>Finansieringsfordel minoritet</i>	141
8.3.5	<i>Oppsummering finansieringsfordel</i>	142
8.4	OPPSUMMERING HISTORISK SUPERRENTABILITET	143
9.	FREMTIDSREGNSKAP	145
9.1	RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAP.....	145
9.2	VEKSTANALYSE OG VALG AV BUDSJETTHORISONT T	146
9.2.1	<i>Resultatvekst</i>	146
9.2.2	<i>Kapitalvekst</i>	147
9.2.3	<i>Valg av budsjetthorison T</i>	148
9.2.4	<i>Vekst i verdensøkomien</i>	149
9.3	BUDSJETTERING FRA 0 TIL T+1	149
9.3.1	<i>Driftsinntekter</i>	150
9.3.2	<i>Netto driftseiendeler</i>	153
9.3.3	<i>Netto driftsresultat</i>	154
9.3.4	<i>Finansiell gjeld og finansielle eiendeler</i>	155
9.3.5	<i>Netto finanskostnad og netto finansinntekt</i>	157

9.3.6	<i>Minoritetsinteresse</i>	159
9.3.7	<i>Netto minoritetsresultat</i>	159
9.4	FREMTIDSREGNSKAP OG FRI KONTANTSTRØM.....	160
9.4.1	<i>Fremtidsresultat</i>	161
9.4.2	<i>Fremtidsbalanse</i>	161
9.4.3	<i>Fremtidig fri kontantstrøm</i>	162
10.	FREMTIDSKRAV OG STRATEGISK FORDEL	163
10.1	AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITAL OG MINORITET	163
10.1.1	<i>Risikofri rente</i>	163
10.1.2	<i>Egenkapitalbeta</i>	164
10.1.3	<i>Markedets risikopremie</i>	164
10.1.4	<i>Illikviditetspremie</i>	165
10.1.5	<i>Avkastningskrav til egenkapitalen</i>	165
10.2	FINANSIELLE KRAV	166
10.2.1	<i>Avkastningskrav finansiell gjeld</i>	166
10.2.2	<i>Avkastningskrav finansielle eiendeler</i>	167
10.2.3	<i>Avkastningskrav netto finansiell gjeld</i>	168
10.3	SELSKAPSKRAV	169
10.4	ANALYSE AV BUDSJETT – FREMTIDIG SUPERRENTABILITET	169
11.	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	172
11.1	OVERSIKT OVER METODER OG MODELLER	172
11.2	EGENKAPITALMETODEN	173
11.2.1	<i>Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen (FKE)</i>	173
11.2.2	<i>Superprofitmodellen (SPE)</i>	174
11.2.3	<i>Superprofitvekstmodellen (ΔSPE)</i>	175
11.3	SELSKAPSKAPITALMETODEN	176
11.3.1	<i>Fri kontantstrøm fra drift-modellen (FKD)</i>	177
11.3.2	<i>Superprofit fra drift-modellen (SPD)</i>	177
11.3.3	<i>Superprofitvekst fra drift-modellen (ΔSPD)</i>	178
11.3.4	<i>Sysselsatt kapital-metoden</i>	179

11.4	FØRSTE VERDIESTIMAT OG KONVERGENS.....	180
11.4.1	<i>Konvergens mot endelig verdiestimat</i>	181
11.4.2	<i>Vurdering av verdiestimatet</i>	182
11.5	ANALYSE AV USIKKERHET I VERDIESTIMATET	183
11.5.1	<i>Konkurssannsynlighet</i>	184
11.5.2	<i>Simuleringsanalyse</i>	185
11.5.3	<i>Sensitivitetsanalyse</i>	191
11.6	OPPSUMMERING AV VERDIESTIMAT OG USIKKERHET	195
12.	SUPPLERENDE VERDIVURDERING.....	196
12.1	MULTIPLIKATORMODELLEN	196
12.1.1	<i>Komparative virksomheter</i>	197
12.1.2	<i>Valg av multipler</i>	198
12.1.3	<i>Beregning av multipler og verdiestimat</i>	200
12.2	VERDIESTIMAT VED BRUK AV KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	202
13.	OPPSUMMERING OG KONKLUSJON.....	206
	LITTERATURLISTE	208

1. Innledning

Innledningsvis vil vi gjøre rede for valg av tema, bransje og virksomhet. Videre presenteres masterutredningens målsetning og aktuelle avgrensninger, før vi avslutningsvis presenterer strukturen av utredningen.

1.1 Valg av tema, bransje og virksomhet

Teamet for masterutredningen er strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdsettelse. Som nevnt, ønsket vi å skrive om en dagsaktuell bransje og virksomhet. Valget falt på dagligvarebransjen, en bransje som har gjennomgått svært drastiske endringer de siste tiårene. Som oppgaven vil vise, har disse endringene påvirket både priser og utvalg i butikkene – noe som påvirker oss som forbrukere hver eneste dag. Grunnet et ønske om å skrive om en dagsaktuell virksomhet, falt valget på Rema 1000. Rema 1000 er en ikke-børsnotert virksomhet som har hatt eventyrlig vekst de siste tiårene. Grunnet dårlige strategiske valg, har Rema 1000 imidlertid opplevd tap av både markedsandeler, omsetning og omdømme i 2017. Rema 1000 har derfor vært i både medienes søkelys og i folkemunne det siste året. Med rykter om både salg (DN, 2017c) og børsnotering (Orskaug, 2017, s.36-39), er i tillegg verdsettelse av Rema 1000 høyaktuelt.

1.2 Målsetning og avgrensning

1.2.1 Målsetning

Målsetningen med masterutredningen er å estimere verdien av egenkapitalen til Rema 1000 per 31.12.2016.

Verdiestimatet fastsettes basert på en analyse av underliggende økonomiske forhold, samt et utarbeidet fremtidsregnskap. Problemstillingen for masteroppgaven er følgelig å vurdere de underliggende verdiene og framtidsutsiktene til Rema 1000, og synliggjøre usikkerheten knyttet til det endelige verdiestimatet.

1.2.2 Avgrensning

Verdsettelsen baserer seg utelukkende på offentlig tilgjengelig informasjon. Vi inntar altså en posisjon som eksterne analytikere. Representanter fra dagligvarebransjen eller Rema 1000 har følgelig ikke blitt kontaktet i utarbeidelsen av masterutredningen.

Videre er verdsettelsen utarbeidet på konsernnivå, noe som medfører at det ikke er gjort en eksplisitt analyse av de ulike datterselskapene. Regnskapsanalysen er altså gjennomført på basis av konsernregnskapet. Rema 1000 er ikke børsnotert, og har dermed ikke utarbeidet delårsregnskap for det inneværende året (2017). Analyseperioden strekker seg derfor frem til 31.12.2016, slik at verdsettelsestidspunktet er definert til 31.12.2016. Vi vil likevel flytte verdiesimatet til 31.12.2017, slik at vi får en verdi på egenkapitalen i dag.

Bransjedefinisjonen i oppgaven er satt for kun å inkludere den norske dagligvarebransjen. Som komparative virksomheter har vi valgt to andre dagligvarekjeder som anses som tilstrekkelig sammenlignbare til å gjennomføre en strategisk analyse. Disse virksomhetene utgjør nesten 100 % av dagligvarebransjen og utgjør derfor et representativt utvalg av den norske dagligvarebransjen.

1.3 Struktur av masterutredningen

1.3.1 Struktur og rammeverk

Denne masterutredningen bygger i stor grad på kurset Regnskapsanalyse og verddivurdering ved Norges Handelshøyskole undervist av Professor Kjell Henry Knivsflå. Utredningen følger derfor i stor grad rammeverket og terminologien presentert i faget. Rammeverket suppleres også av eksisterende verdsettelseslitteratur. Vi ønsker her å trekke frem Penman (2013), Damodaran (2012), Petersen mfl. (2017) og Palepu mfl. (2013) som nyttig tilleggslitteratur.

Masterutredningen er delt inn i fire deler. Del 1 består av kapittel 2, 3 og 4. I kapittel 2 og 3 presenteres dagligvarebransjen, de sammenlignbare virksomhetene og Rema 1000. Dette danner et viktig grunnlag for å forstå bransjen og virksomheten som analyseres. Basert på denne forståelsen, vil vi i kapittel 3 drøfte hvilke verdsettelsesmodeller som er mest hensiktsmessige å benytte i verdsettelsen av Rema 1000. I kapittel 4 gjennomføres en kvalitativ strategisk analyse. Den strategiske analysen består av en intern og en ekstern

analyse. Denne vil danne et viktig utgangspunkt for den etterfølgende regnskapsanalysen i form av at regnskapsanalysen baserer seg på de faktiske forhold som definerer virksomheten.

Del 2 består av kapittel 5 til 8. I kapittel 5 presenteres de historiske, rapporterte regnskapstallene som skal benyttes i den kvantitative regnskapsanalysen. Videre blir disse omgruppert og justert for målefeil. Dette gjøres for at regnskapstallene skal gi et mer rettviseende bilde av de faktiske økonomiske forholdene. I kapittel 6 analyseres risiko. Dette gjøres ved å gjennomføre en kortsiktig likviditetsanalyse og en langsiktig soliditetsanalyse. Analysen av risiko oppsummeres avslutningsvis i en syntetisk rating. Denne ratingen benyttes videre i kapittel 7, hvor det beregnes historiske avkastningskrav for Rema 1000 og bransjen. I kapittel 8 foretas det en lønnsomhetsanalyse. Formålet i dette kapittelet er å avdekke om Rema 1000 har en strategisk fordel og identifisere de underliggende kildene til en eventuell fordel.

Del 3 består av kapittel 9 og 10. I kapittel 9 utarbeides et fremtidsregnskap, mens kapittel 10 tar for seg utarbeiding av fremtidskrav, samt analyse av fremtidig superrentabilitet.

Del 4 består av kapittel 11, 12 og 13, og tar for seg selve verdsettelsen av Rema 1000. I kapittel 11 beregnes et fundamentalt verdiestimat. Videre gjennomføres det også en analyse av usikkerheten knyttet til dette estimatet. Kapittel 12 består av en supplerende verdsettelse som søker å øke treffsikkerheten til verdiestimatet. I kapittel 13 oppsummeres de viktigste funnene, og det endelige verdiestimatet presenteres.

2. Presentasjon av bransjen og Rema 1000

Vi vil i det kommende kapittelet presentere bransjen og virksomheten som analyseres. Dette vil være sentral bakgrunnsinformasjon for videre arbeid med både kvalitative og kvantitative analyser. Det gis først en kort introduksjon av Rema 1000 før vi presenterer bransjen Rema 1000 opererer i. Det gis her en kort oversikt over historisk utvikling, før vi går nærmere inn på spesifikke særtrekk ved bransjen. Videre gis det en oversikt over makroforholdene som påvirker bransjen, før vi presenterer aktørene i dagligvarebransjen. Avslutningsvis gis det en mer detaljert beskrivelse av Rema 1000 og hvordan Rema 1000 skiller seg fra andre aktører i bransjen.

2.1 Rema 1000

I denne utredningen har vi valgt å verdsette Rema 1000. Vi vil her gi en kort introduksjon til Rema 1000, før vi går mer i dybden i kapittel 2.5. Rema 1000 er en norsk franchisekjede bestående av dagligvareforretninger. Med en markedsandel på 24,4 % og en omsetning på 41 336 MNOK i 2016 (Nielsen, 2017), er Rema 1000 den tredje største av dagligvarekjedene i Norge. Rema 1000 er 100 % eid av Reitangruppen, og har gjennom de siste årene utviklet seg til å bli Norges ledende lavpriskjede og et av landets sterkeste merkevarer. Rema 1000 har videre utviklet egne merkevarer som utelukkende selges i Rema 1000 sine butikker. Vi vil se nærmere på den historiske utviklingen og særtrekk ved Rema i kapittel 2.5.

2.2 Presentasjon av dagligvarebransjen

2.2.1 Introduksjon til dagligvarebransjen

Før vi går nærmere inn på historisk utvikling og særtrekkene ved den norske dagligvarebransjen, gis det en kort oversikt over verdikjeden til dagligvarebransjen og ulike segmenter i bransjen. Dette gjøres for å opparbeide en forståelse av ulike ledd i verdikjeden og begreper. Dette er sentral bakgrunnsinformasjon for å forstå den historiske utviklingen i dagligvarebransjen.

Verdikjeden

Verdikjeden for dagligvare har vært i konstant endring siden 1970-tallet. Over de siste tiårene har det i tillegg vært store endringer i styrkeforholdet mellom de ulike leddene i verdikjeden.

Det gis her en kort oversikt over de ulike leddene, før vi går nærmere inn på segmentene i dagligvarebransjen.



Figur 2.1 – Verdikjeden i dagligvarebransjen (forenklet)

Figur 2.1 viser en forenklet versjon av verdikjeden for dagligvarebransjen. Vi vil i det kommende gå nærmere inn på leverandør-, grossist- og detaljistleddet, ettersom disse leddene er sentrale for den kommende diskusjonen av dagligvarebransjen.

Leverandørleddet – Leverandørene forsyner dagligvarekjedene med produkter, som kjedene selger videre til forbrukerne. Med over 1000 ulike leverandører, er det et stort mangfold i leverandørleddet (NOU, 2011:4, s. 43). Det skilles ofte mellom store leverandører med sterke merkevarer, mellomstore leverandører med nye eller svake merkevarer, og små (lokale) produsenter. Eksempler på store dominerende leverandører er Tine, Mills og Orkla.

Grossist – En grossist er mellomleddet mellom leverandør og detaljist. Grossisten henter varer hos leverandør, drifter lager og transporterer varer til butikk (Oslo Economics, 2017, s. 26). Eksempler på store grossister i den norske dagligvarebransjen er Asko, NorgesGruppen og Bama.

Detaljst – Detaljist/detaljhandel er varehandelens siste ledd og omfatter butikkhandel (NILF, 2013, s. 20). Butikkvirksomheten til kjedene består av en portefølje av butikker som enten eies av dagligvarekjedene selv, eller av kjøpmenn som inngår franchiseavtaler med kjedene.

Segmenter i dagligvarebransjen

Dagligvarekjedenes butikker kan deles inn i ulike segmenter. Vi skiller mellom lavpris, nærbutikk, supermarked og hypermarked. Det som skiller segmentene er størrelsen på vareutvalget, priser, innslaget av ferskvarer og betjente ferskvaredisker (NILF, 2013, s.20).

Lavprisbutikk – En lavprisbutikk kjennetegnes ved et begrenset vareutvalg og hvor pris er hovedbudskapet i markedsføringen (Snl, 2009a). Eksempler er Rema 1000, Coop Extra, Coop Prix og Kiwi.

Supermarked – Et supermarked er en større dagligvareforretning med et bredere vareutvalg enn lavprisbutikken. Vareutvalget dekker størstedelen av det alminnelige forbrukerbehovet,

herunder behov for ferskvarer (Snl, 2009b). Eksempler på supermarked er Meny, Spar og Coop Mega.

Hypermarked – Et hypermarked er et stort utsalgssted innen detaljhandel. Kjennetegn på hypermarked er lett adkomst og store parkeringer. Vareutvalget omfatter både dagligvarerelaterte varer og andre husholdnings- og fritidsrelaterte varer. (Snl, 2009c). Et eksempel på hypermarked er Coop Obs!.

Nærbutikk – En næringsbutikk kjennetegnes som en butikk med beliggenhet utenfor tettbygde strøk. En nærbutikk er ofte alene om å tilby dagligvarer til innbyggerne i et avgrenset geografisk område (Virke Dagligvare, 2015, s. 31). Nærbutikker innebærer ofte et dyrere og mer begrenset varesortiment, og inkluderer ofte servicetjenester som tipping og post. Eksempler på nærbutikk er Joker og Nærbutikken.

Tabell 2.2 viser utviklingen av de ulike segmentene siden 2012. Vi ser at lavpris ikke bare representerer det klart *største segmentet*, men også det eneste segmentet som viser *vekst*. De tre andre segmentene, supermarked, nærbutikk og hypermarked, har hatt *negativ utvikling* de siste tre årene. Supermarked er det segmentet som har tapt størst markedsandel til fordel for lavprissegmentet.

	2012	2013	2014	2015	2016	Totalt
Lavpris	57,4 %	59,7 %	61,8 %	63,4 %	65,1 %	7,7 %
Supermarked	25,4 %	25,0 %	23,7 %	23,0 %	22,2 %	-3,2 %
Nærbutikk	9,2 %	8,5 %	8,3 %	7,8 %	7,3 %	-1,9 %
Hypermarked	8,1 %	7,7 %	6,1 %	5,8 %	5,4 %	-2,7 %

Tabell 2.2 – Utvikling segmentandeler 2012-2016 (Nielsen, 2016)

2.2.2 Historisk utvikling

Dagligvarebransjen i Norge har gjennomgått betydelige strukturelle endringer de siste tiårene. Gjennom denne perioden har også styrkeforholdet mellom leddene i verdikjeden endret seg. Vi har gått fra en situasjon på 1970-tallet preget av mange selvstendige kjøpmenn og leverandører, til en situasjon hvor nærmest hele markedet er fordelt på tre aktører (NOU 2011:4, s. 19-22). Vi her vil se nærmere på denne utviklingen og fokusere på fire sentrale utviklingstrekk: (1) *Dannelse av paraplykjedene* (2) *maktforskyvningen fra leverandør til detaljist* (3) *fremveksten av EMV* og (4) *vertikal integrasjon*.

1970-tallet: Makten ligger hos leverandørene og grossistene

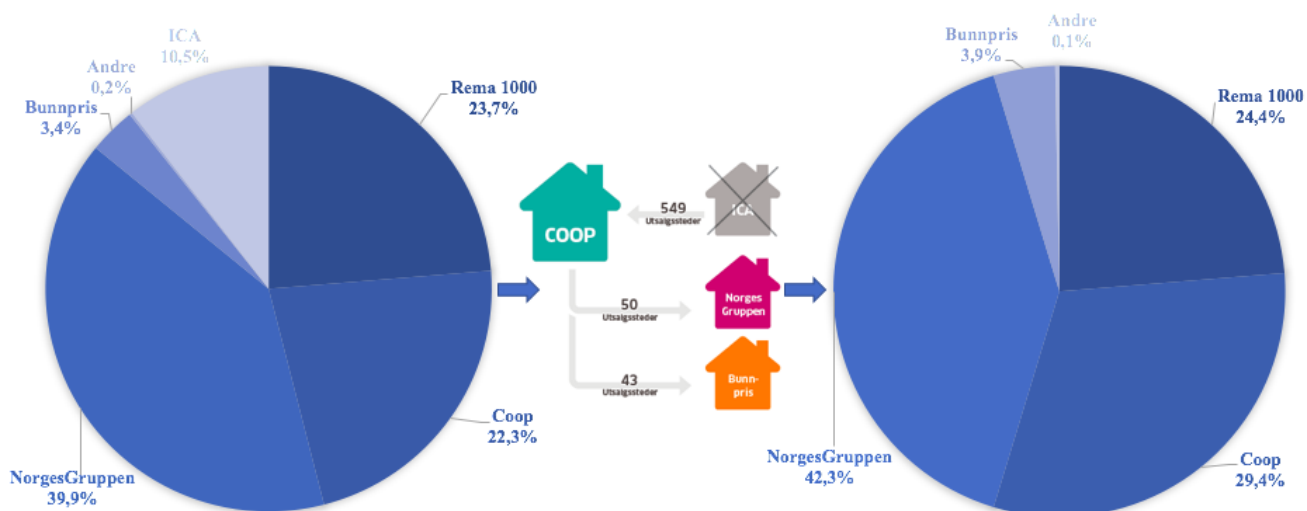
Går vi tilbake til 1970-tallet, var maktforholdene i norsk dagligvarebransje svært forskjellige fra i dag. Dagligvarebransjen var preget av mange uavhengige kjøpmenn og ingen omfattende nasjonale kjedestrukturer slik vi kjenner det i dag. Detaljistene var små passive markedsaktører, mens produsentene og leverandørene hadde sterke posisjoner i forhandlingene med kjøpmennene (NILF, 2013, s. 6). Matproduksjonen og matomsetningen på denne tiden hadde et tydelig regionalt preg, og grossistene hadde en sentral rolle for å fremskaffe mange av produktene kjøpmennene var avhengige av (NOU 2011:4, s.19).

1980 og 1990-tallet: Dannelse av paraplykjedene

På 1980-tallet endret situasjonen seg kraftig. Økt velstand medførte store endringer i innkjøpsmønsteret til norske husholdninger (NOU 2011:4, s. 105). Også styrkeforholdet mellom aktørene i dagligvaremarkedet var i stor endring. Kanskje den største endringen i disse tiårene, er dannelsen av paraplykjedene. Fra 1980 til 1992 skjedde det store endringer i butikkstrukturene, og allerede i 1992 var hele 96 % av butikkene tilknyttet en kjede (NOU 2011:4, s. 22). Denne endringen førte til en forskyvning av markedsmakten, hvor detaljistene i større grad kunne bestemme både utvalg og priser. I 1995 hadde kjedene en samlet markedsandel på 97 % (NILF, 2013, s. 6). Det regionale preget på matproduksjon og omsetning ble også sterkt redusert i denne perioden.

Det 21. århundret: Fra fire til tre store

Fra 1995 til 2014 var det mindre strukturelle endringer i dagligvaremarkedet. I 2014 var det imidlertid store endringer i dagligvarebransjen. Etter en rekke år med lav omsetning og dårlige resultater for ICA, ble det i 2014 inngått en intensjonsavtale mellom ICA og Coop om at Coop skulle overta førstnevnte (Virke Dagligvare, 2015, s.10). Prisen lød på kr. 2,5 milliarder kroner (Rema 1000, 2017a). Dette oppkjøpet har ført til at fire store kjeder har blitt til tre og dagligvaremarkedet er mer konsentrert enn noen gang. Figur 2.3 viser dagligvarekjedenes markedsandeler før og etter Coop sitt oppkjøp av ICA.



Figur 2.3 – Dagligvarekjedenes markedsandeler før og etter oppkjøp av ICA. Data er uthentet fra Nielsen (2017).

Dagligvaremarkedet anno 2017

Mens markedet tidligere var preget av mange frittstående butikker, er så godt som hele dagligvaremarkedet i dag fordelt på tre store paraplykjeder: NorgesGruppen, Coop og Rema 1000 (Forbrukertrender, s. 36). Forsøk på nyetableringer av dagligvarekjeder har de siste årene mislyktes. Videre har vi også sett en ytterligere konsentrasjon av detaljistleddet gjennom økt vertikal integrasjon og sterk satsing på egne merkevarer. NorgesGruppen er i dag den desidert største markedsaktøren med en markedsandel på 42,3 %. Coop er den nest største aktøren med 29,4 % markedsandel, etterfulgt av Rema 1000 med 24,2 %. Med en markedsandel på bare 3,9 %, utgjør Bunnpris og andre aktører en marginal del av dagligvarebransjen (Nielsen, 2017).

Leverandørleddet i dag karakteriseres av høy konsentrasjon og svak/middels markedsrett. Maktforholdene i dagligvarebransjen er nærmere omtalt i delkapittel 4.2.2. For leverandørleddet har den høye konsentrasjonen oppstått dels grunnet importvernet (se kapittel 2.2) og dels grunnet fremveksten av sterke leverandører med attraktive og godt markedsførte varemerker (NOU 2011:4, s. 21-22). Dette gjelder eksempelvis Tine, Gilde, Ringnes, Toro og Mills.

Grunnet høy markedsrett i detaljistleddet og svak/middels leverandørrett, er det de tre kjedene som i stor grad avgjør dagligvareutvalget i butikkene. Leverandørene som tidligere hadde mange kunder (detaljister) å velge mellom, må nå forholde seg til tre innkjøpere som kontrollerer mer enn 96 % av dagligvaremarkedet (NOU 2011:4, s. 24). Kjedenes satsing på EMV og økt vertikal integrering skaper i tillegg økt konkurranse i

leverandørleddet. Denne utviklingen fører til at leverandørene i dag har en mye svakere posisjon enn for bare noen tiår siden. Disse forholdene omtales nærmere i den strategiske analysen i kapittel 4.

2.2.3 Særtrekk ved den norske dagligvarebransjen

Egne merkevare (EMV)

Et av særtrekkene ved dagligvarebransjen, er fremveksten av egne merkevarer (EMV). EMV er definert som et produkt hvis resept og merkevare eies av en dagligvarekjede (NOU 2011:4, s. 34). Produktets resept og utseende kontrolleres av kjeden, og kjeden har eiendomsretten til produktdesignet. Utvikling av kjedens egne merkevarer har de siste årene vært betydelig. De siste årene har verdiandelen i norsk dagligvare økt fra 8,7 % i 2004 til 9,2 % i 2010, for så å øke til 16,8 % i 2016. Andelen EMV i de ulike dagligvarekjedene varierer fra 11-12 % til nærmere 20 % (Forbrukerrådet, 2016a, s. 32).

EMV medfører flere positive utviklingstrekk for dagligvarebransjen. For forbrukerne fører EMV til økt diversifisering, både i pris og i produktegenskaper. For dagligvarekjedene fører satsingen på EMV til å bygge og styrke lojaliteten til kjedene, ettersom kjedene tilbyr merkevarer man ikke kan få i alle butikker (NOU 2011:4, s.36). På den annen side, påvirker satsingen på EMV også konkurransesituasjonen i norsk dagligvarehandel. For leverandørene er utfordringen at dagligvarekjedene i mange tilfeller blir konkurrenter med sine egne leverandører. EMV omtales nærmere både i den eksterne bransjeorienterte analysen i kapittel 4.2 og den interne ressursorienterte analysen i kapittel 4.3.

Vertikal integrasjon

For det annet, kan dagligvarebransjen i Norge kjennetegnes ved høy grad av vertikal integrasjon. Bransjen har de siste 20 årene gått gjennom en utvikling preget av integrasjon mellom grossist, detaljist og distribusjonsfunksjoner. Økt konsentrasjon i bransjen kombinert med kjedenes overtakelse av grossistleddet, har gitt kjedene større kontroll over hele verdikjeden. Dette har videre bidratt til at kjedene har vært i stand til å realisere effektivitetsgevinster, med tilhørende kostnadsbesparelser (NOU 2011:4, s. 22). Generelt kan det derfor sies at vertikal integrasjon har gitt dagligvarekjedene økt markedsmakt, noe som har ført til at kjedene i større grad kan diktere betingelsene i forhandlinger med leverandører. På den annen side representerer denne tette integrasjonen også etableringsbarrierer for nye aktører. Dette blir omtalt nærmere i Porters femkraftsmodell i delkapittel 4.2.2.

Franchiseorganisering

Et annet særtrekk som definerer dagligvarebransjen, er franchiseorganisering. Alle paraplykjedene har butikkjeder hvor butikkene driftes etter franchiseprinsipper. Rema 1000 var den første dagligvareaktøren i Norge som tok i bruk denne organisasjonsformen, og er i dag også den eneste aktøren som rendyrker denne driftsformen (Rema 1000, 2015a). Franchisegiveren gir franchisetakeren tilgang til dagligvarekjedens konsept, varer og lokaler. For å få disse rettighetene, betaler franchisetakeren en *franchiseavgift* til franchisegiver, her dagligvarekjeden. Dette uttrykkes normalt som en prosent av omsetning. For nærmere omtale av pengestrømmene mellom franchisetaker og franchisegiver, se delkapittel 5.4.2.

Forhandlingene

Et annet aspekt som er viktig for forståelsen av dagligvarebransjen i Norge, er forhandlingene som hvert år gjennomføres mellom leverandørene og paraplykjedene. I løpet av et par måneder før hvert årsskifte skal det avklares hvilke varer som vil få adgang til dagligvaremarkedet og til hvilke betingelser (NOU 2011:4, s. 27). Disse forhandlingene er derfor av stor betydning for paraplykjedene, men kanskje enda viktigere for leverandører og produsenter. Videre er disse forhandlingene også av betydning for forbrukerne, ettersom forhandlingene bestemmer hvilket varer som vil bli tilgjengelig for forbrukerne det kommende året.

I korte trekk kan det sies at det forhandles om tre elementer under disse forhandlingene: (1) *Listepris*, (2) *rabatter fra leverandøren som følger varen direkte ut i butikkhyllene*, og (3) *samarbeidsbonuser*. Samarbeidsbonus er en bonus fra leverandør til kjedene som innbetales til felles markedsføringsaktiviteter i regi av paraplykjedene.

Etttersom paraplykjedene i Norge i praksis kontrollerer dagligvaremarkedet, forhandler alle norske og utenlandske leverandører med tre innkjøpere. Disse forhandlingene er derfor sentrale for den videre forståelsen av markedsmekanismene i dagligvaremarkedet, og danner dermed et grunnlag for den strategiske analysen av Rema 1000 i kapittel 4.

Butikkstruktur og vareutvalg

Videre vil vi omtale butikkstruktur og vareutvalg i dagligvarebransjen i Norge. *Butikkstruktur* er målt som antall butikker per innbygger, og er et viktig uttrykk for tilgjengelighet. Jo flere butikker per innbygger, jo bedre tilgjengelighet er det for forbrukerne (NOU 2011:4, s. 73). Norge er ett av de landene i Europa med høyest butikk tetthet per person. Forbrukerne har i gjennomsnitt 4,3 butikker i handleavstand og benytter i gjennomsnitt 3,6 forskjellige butikker

per måned. Undersøkelser viser videre at kundene handler ofte og er svært prisbevisst (NorgesGruppen, 2017c).

I tillegg viser undersøkelser gjennomført av The Nielsen Company at det norske markedet har både høyere priser og dårligere *vareutvalg* enn andre europeiske land (Virke dagligvare, 2015, s. 30). Generelt varierer vareutvalget i Norge med butikksegment og med butikk tettheten i området. Både hypermarked og supermarked har større varesortiment enn lavpris og nærbutikk. Vareutvalget vil i tillegg ofte være dårligere i områder med høyere butikk tetthet (NOU 2011:4, s. 76). For norske forbrukere er vareutvalget svært viktig. Dette skyldes at tilgjengeligheten av alternative distribusjonskanaler er liten (NOU 2011:4, s. 75).

2.3 Makroforhold

Vi vil i dette kapittelet presentere ulike makroforhold som påvirker dagligvarebransjen og Rema 1000. Disse forholdene representerer faktagrunnlaget for den eksterne bransjeorienterte analysen i kapittel 4.2. Gjennom vår analyse av relevante makroforhold, anser vi kategoriene *politiske og lovmessige forhold*, og *teknologiske forhold* å ha størst betydning for dagligvarebransjen. For å danne et bredt informasjonsgrunnlag for de senere analysene, vil vi likevel trekke frem relevante makroforhold innenfor hver hovedkategori.

2.3.1 Politiske og juridiske forhold

Generelt innebærer politiske og juridiske forhold lover, forskrifter, reguleringer og politiske beslutninger som kan påvirke bransjen (Hill & Jones, 2010, s 65). Politiske og juridiske forhold sier noe om i hvilken grad myndighetene kan styre og regulere bransjen. Disse forholdene vil dermed påvirke både den daglige driften dagligvarebransjen, men også bransjens muligheter for vekst i fremtiden. Vi vil her se nærmere på *myndighetsreguleringer* og *importrestriksjoner*.

Myndighetsreguleringer

Den norske dagligvarebransjen er som nevnt svært konsentrert. Detaljistleddet preges i dag av tre store aktører, og forsøk på nyetableringer av kjeder har de siste årene mislyktes (eks. Lidl). Også leverandørsiden er sterkt konsentrert, hvor det i mange produktkategorier kun eksisterer én eller få store leverandører. Et eksempel er meieri, hvor Tine er dominerende leverandør. Den høye konsentrasjonen i den norske dagligvarebransjen gjør regulering av bransjen

høyaktuell, og både konkurransen og styrkeforholdet mellom aktørene har blitt viet mye oppmerksomhet de senere årene.

En av myndighetene som regulerer dagligvarebransjen, er *Konkurransetilsynet*. Konkurransetilsynets oppgave er å håndheve konkurranseloven. Konkurranseloven forbyr samarbeid som begrenser konkurranse og misbruk av dominante stillinger i markedet. Tilsynet regulerer i tillegg oppkjøp og fusjoner og har myndighet til å gripe inn i oppkjøp og fusjoner som avgrenser konkurransen i et marked vesentlig (Konkurransetilsynet, 2015b).

I tillegg til konkurransetilsynet, reguleres også dagligvarebransjen av *Forbrukerrådet*. Forbrukerrådet er en uavhengig interesseorganisasjon som handler etter forbrukeren beste interesse (Forbrukerrådet, 2017). Forbrukerrådet jobber blant annet for at det skal bli enklere for forbruker å orientere seg når det gjelder pris og utvalg (Forbrukerrådet, 2016b, s. 5).

Importrestriksjoner

Norske myndigheter har i lang tid benyttet et strengt importvern hjemlet i norsk lov (NILF, 2010, s. 3). Hovedformålet med importvernet er å verne norsk jordbruk- og næringsmiddelproduksjon, og dermed sikre at næringen kan ta høyere priser enn verdensmarkedet. Dette har ført til mindre konkurranse for næringen, og dermed til at den innenlandske produksjonen har blitt større enn den ellers ville blitt (Konkurransetilsynet, 2009, s.119). Importvernet har altså bidratt til den høye markedskonsentrasjonen i leverandørleddet. Dette gjelder eksempelvis Tine, Orkla, Nortura og Mills.

2.3.2 Økonomiske forhold

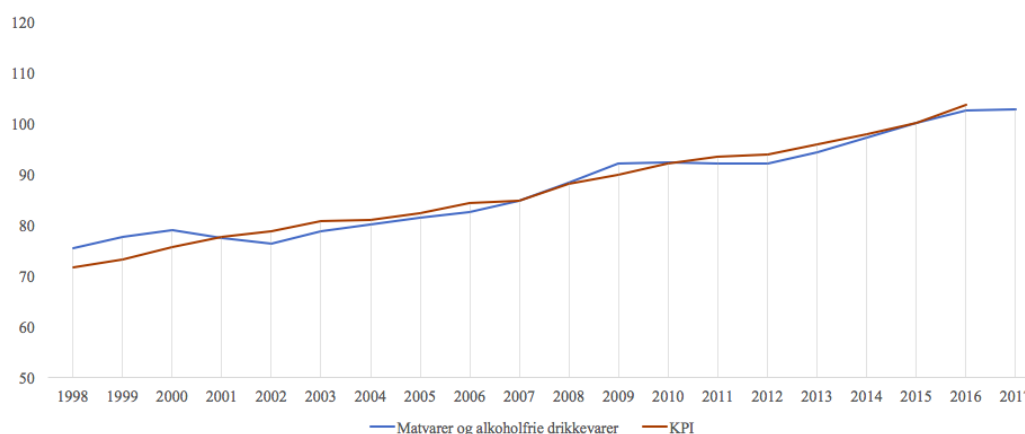
Økonomiske forhold innebærer hvordan norsk og internasjonal økonomi påvirker dagligvarebransjen. Vi vil her se nærmere på *prinsnivå* og *prisutvikling*. Kanskje enda mer viktig for dagligvarebransjen, er forbrukernes *kjøpekraft*. Kjøpekraft er viktig for dagligvarebransjen ettersom den sier noe om hvor mye norske forbrukere har å handle for. Vi vil derfor se nærmere på norske husholdningers disponible reallønn. Avslutningsvis vil vi også se nærmere på utviklingen i *internasjonale råvarepriser*.

Prisnivå og prisutvikling

Vi vil i dette avsnittet se nærmere på både prinsnivå og prisutviklingen for dagligvarer i Norge. Den generelle konsumprisindeksen (KPI) benyttes som mål på det generelle prinsnivået. KPI sammenlignes deretter mot et mer spesifikt mål på prisendringer for mat- og drikkevarer.

Kildene som er benyttet er offentlig tilgjengelig data publisert av Statistisk Sentralbyrå (SSB) og Norsk Institutt for Bioøkonomi (NIBIO).

Konsumprisindeksen beskriver utviklingen i konsumpriser for varer og tjenester etterspurt av private husholdninger bosatt i Norge (SSB, 2017a). Figur 2.4 viser både utviklingen i KPI, men også endringer i pris for mat- og alkoholfrie drikkevarer. Fra 1998 til 2016 økte den generelle prisveksten (KPI) med nesten 31 prosent. Figuren viser videre en økning i priser for matvarer og alkoholfrie drikkevarer. Til tross for at disse prisene svinger mer enn KPI, har den gjennomsnittlige prisveksten for matvarer og alkoholfrie drikkevarer vært nokså lik – hele perioden sett under ett. Av figuren ser vi blant annet at i en periode fra 2008-2009 steg matvareprisene mer enn KPI, mens i perioden 2010-2015 er det motsatt situasjon. Siden 2015, har igjen matvareprisene steget i omtrent samme hastighet som KPI.



Figur 2.4 – Utviklingen i KPI fra 1998 – 2016

Kjøpekraft (disponibel reallønn)

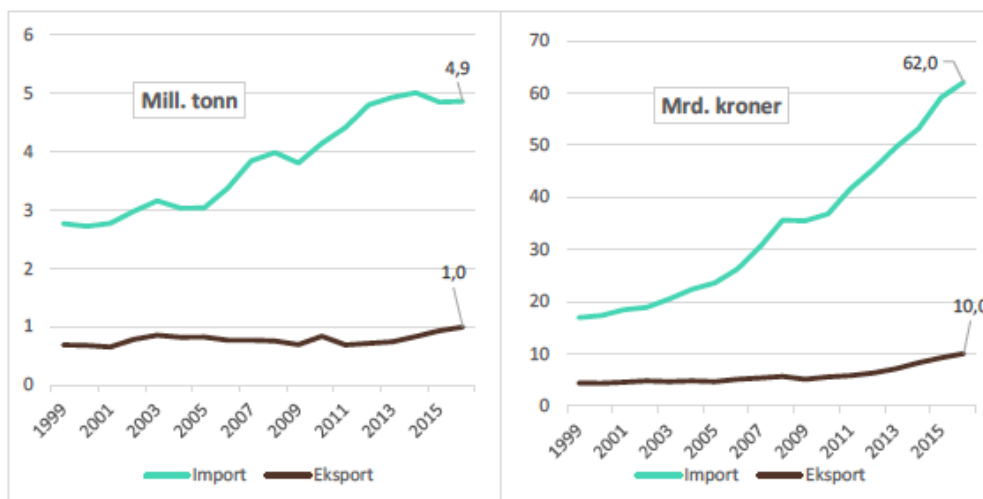
Kjøpekraft defineres som den nettolønningen norske husholdninger sitter igjen med etter at skatter og prisstigning er trukket fra (SSB, 2014). Som mål på kjøpekraft benyttes *disponibel realinntekt*. Vesentlige faktorer som påvirker disponibel realinntekt er lønn, priser, skatt, avgifter, overføringer og renteutvikling (Forskerforbundet, 2017). Ettersom disponibel realinntekt omfatter flere faktorer som påvirker norske forbrukeres kjøpekraft, anser vi dette som mer hensiktsmessig å se nærmere på enn mer generelle økonomiske faktorer som inflasjon, bruttonasjonalproduktet (BNP), arbeidsledighet o.l.

De fleste husholdninger har opplevd en betydelig økning i disponibel realinntekt de siste tiårene. SSB rapporterer om at disponibel realinntekt per innbygger i 2016 var hele 166 % høyere enn i 1970 (SSB, 2017b). Tall fra SSB tyder imidlertid på at den norske kjøpekraften svekkes. Norske husholdningers disponible realinntekt hadde en nedgang på 1,7 % i 2016. Til

sammenligning har gjennomsnittlig årsvekst de siste 10 årene har vært 3,4 % (SSB, 2017e, s. 86). Foreløpig i 2017 er det videre negativ vekst i disponibel realinntekt med -2,2 % (SSB, 2017d). Betydningen av lavere disponibel inntekt for dagligvarebransjen, er at norske husholdninger får mindre å handle for.

Internasjonal råvareprisøkning

Også internasjonal prisøkning på råvarer vil ha en innvirkning på dagligvarebransjen. Dette kommer av at Norge har en lav selvforsyningsgrad (48,6 %), og er derfor i stor grad avhengig av importvarer (Landbruksdirektoratet, 2016, s. 64). Bare i 2016 ble det importert 4,9 millioner tonn landbruksvarer. Dette tilsvarer en økning på nesten 5 prosent fra året før. De største varegruppene som importeres er soyaprodukter og soyabønner, tropiske frukter, bær, snus og kaffe (Landbruksdirektoratet, 2016, s. 64). Utviklingen av import og eksport av landbruksvarer vises i figuren under.



Figur 2.5 – Utviklingen av import og eksport av landbruksvarer, 1999-2016. (Landbruksdirektoratet, 2016, s. 65).

Historiske tall viser at internasjonale priser på matråvarer økt betraktelig siden 2006. Dette gjelder spesielt prisene på kjøtt, sukker, matoljer, meieriprodukter og korn og ris (NIBIO, 2017). Effekten av økte internasjonale råvarepriser på dagligvarebransjen vil analyseres nærmere i PESTEL-analysen i kapittel 4.2.1.

2.3.3 Sosiokulturelle forhold

Videre har vi analysert sosiokulturelle forhold som påvirker dagligvarebransjen. Sosiokulturelle forhold refererer til måten sosiale normer og verdier påvirker en bransje (Hill & Jones, 2010, s. 66). Sosiokulturelle forhold kan også omfatte forhold som trender og

holdninger. I vår analyse av dagligvarebransjen, anser vi ikke sosiokulturelle forhold som å være blant de viktigste makroforholdene, og dermed ikke like viktige for den strategiske fordelen til Rema 1000. Vi vil derfor kun gjennomgå disse faktorene i korte trekk. Sosiokulturelle forhold som er relevante for dagligvarebransjen er *befolkningsvekst, demografi, forbrukertrender og grensehandel*.

Økende *befolkningsvekst* sies å være den viktigste driveren i utviklingen av forbruket (Utenriksdepartementet, 2012, s. 5). For dagligvarebransjen, vil befolkningsvekst derfor kunne føre til økt etterspørsel og økt forbruk av dagligvarer. Dette vil videre kunne føre muligheter for vekst i fremtiden for dagligvarebransjen. For det andre, er *demografiske inndelinger* også en relevant faktor, ettersom demografiske inndelinger sier noe om kundegrunnlaget til en butikk. Dette vil være spesielt relevant for utformingen av butikkstrukturen (lavpris, hyper-/supermarked eller nærbutikk), men også for reklamekampanjer og lignende (NOU 2011:4, s.50). Videre, kan også *forbrukertrender* som økt etterspørsel etter økologisk mat og økt fokus på kosthold og helse, være forhold som kan gi både vekstmuligheter og muligheter for differensiering.

Avslutningsvis er norske holdninger til *grensehandel* også en sosiokulturell faktor som kan påvirke dagligvarebransjen. Grensehandel har vært i stor vekst de siste tiårene, og bare siden 2004 har grensehandelen økt med over 57 % (SSB, 2017c). For norsk dagligvarehandel fører grensehandel til tap av omsetning og lavere salg av mat- og drikkevarer. Eksempelvis er de tre fylkene som ligger geografisk nærmest grensen (Østfold, Akershus og Oslo) de fylkene med desidert lavest forbruk på norske dagligvareforretninger per innbygger (Virke Dagligvare, 2015, s. 22).

2.3.4 Teknologiske forhold

Dagligvarebransjen har på samme måte som resten av økonomien vært preget av storstilt digitalisering de siste årene. For dagligvarekjedene betyr digitalisering at kjedene i større grad kan følge med på forbruks- og handlemønsteret til forbrukerne. Dette betyr videre at dagligvareaktørene i større grad kan personalisere, altså at man kan tilpasse tilbud og kampanjer til individuelle kunder eller kundegrupper. Digitaliseringen fører også til at aktørene raskere kan oppdage og tilpasse vareutvalget til endrede preferanser og forbruksmønstre.

Av makroforholdene, anser vi teknologiske forhold som å være blant de viktigste makroforholdene. Vi vil her trekke frem *BIG data* og *lojalitetsprogrammer*. Videre vil vi også se nærmere på *digitalisering*, *automatisering* og *robotisering*.

BIG data og lojalitetsprogrammer

Med BIG data menes store mengder data som er i stadig endring (Visma, 2015). I forbindelse med dagligvarebransjen, handler BIG data om å innhente og analysere all data kundene legger igjen om seg selv og sitt handlemønster. Ved hjelp av de innhentede dataene kan dermed dagligvarekjedene vite *hva* forbrukerne ønsker, og *når* de ønsker det (Virke Dagligvare, 2015, s. 12).

Innhenting av BIG data gjøres ofte ved hjelp av medlemsklubber og bonus- og lojalitetsprogrammer. Et lojalitetsprogram kan defineres som et kontinuitetsbasert insentivprogram tilbudt av en virksomhet for å belønne og oppmuntre til gjenkjøp (Dorotic mfl., 2011, s. 217-237). Kundelojalitetsprogrammer fungerer på følgende måte: Lojalitetsprogrammet gir forbrukerne en opplevelse av å spare penger, samtidig som programmet kontinuerlig skaffer aktørene store mengder data om forbrukernes vaner (Forbrukerrådet, 2016a, s. 44). Lojalitetsprogrammer har de siste årene økt i antall og popularitet. I figur 2.6 vises paraplykjedenes egne lojalitetsprogrammer. For nærmere informasjon om dagligvarekjedenes egne lojalitetsprogrammer, se kapittel 2.4 og 2.5.



Figur 2.6 – Oversikt over kjedenes kundelojalitetsprogrammer

Digitalisering, automatisering og robotisering:

Mat- og drikkenæringen er den næringen i Norge som i størst grad har digitalisert og automatisert produksjonsprosessen. Resultatet av dette er effektivisering av produksjonen, mindre svinn og mer effektiv vareflyt (Matindustrien, 2017). Digitalisering, automatisering og robotisering kan også gi bransjen nye muligheter og føre til mer kostnads- og produksjonseffektive prosesser. Ettersom dagligvarebransjen er Norges største private sysselsetter, vil automatisering og robotisering også kunne ha store konsekvenser for

sysselsettingen i Næringen (Virke, 2017). Denne digitale utviklingen kan derfor både føre til nye muligheter, så vel som utfordringer.

2.3.5 Miljømessige forhold

Vi har videre analysert miljømessige forhold som påvirker dagligvarebransjen. Miljømessige forhold anses heller ikke som å være blant de mest viktige for dagligvarebransjen eller for den strategiske fordelene til Rema 1000. Vi ønsker likevel å trekke frem følgende forhold som relevante for bransjen: *Global oppvarming* og *matavfall/matsvinn*.

Global oppvarming forventes å svekke den økonomiske veksten i store deler av verden. Dette forventes også å svekke matproduksjonen og øke matprisene. For dagligvarebransjen vil derfor klimaendringene kunne føre til svekket kjøpekraft hos forbrukerne. Videre forventes også økt fokus på *matsvinn* å påvirke dagligvarebransjen. Til sammen kaster matindustrien og dagligvarehandelen hele 138 000 tonn mat hvert år. Dette representerer en salgsverdi på over 6 mrd. kroner (Helgesen, 2015, s. 10). Økt fokus på redusering av matsvinn vil kunne føre til kostnadsbesparelser for dagligvarebransjen, og representerer derfor mulighet for fremtidig vekst.

De nevnte makroforholdene og deres påvirkning på dagligvarebransjen vil analyseres nærmere i kapittel 4.2.1 PESTEL-analyse.

2.4 Komparative selskap

Som nevnt består det norske dagligvaremarkedet hovedsakelig av tre store dagligvarekjeder, NorgesGruppen, Coop og Rema 1000. NorgesGruppen og Coop utgjør de sammenlignbare virksomhetene, og vil dermed være sentrale for videre analyser i masterutredningen. Vi viser blant annet til kapittel 4.2.2 Porters femkraftsmodell, hvor vi ser nærmere på konkurranseforholdet mellom aktørene i bransjen.

2.4.1 NorgesGruppen

Med sine 1 820 dagligvarebutikker, 850 utsalg/kiosker og 40 000 ansatte, representerer NorgesGruppen i dag landets største handelshus (NorgesGruppen, 2017b). Kjernevirksomheten til NorgesGruppen er detalj- og engrosvirksomhet innenfor norske forbruksvarer, og i 2016 hadde dagligvare i NorgesGruppen en omsetning på 70 359 MNOK (NorgesGruppen, 2017, s. 31). Gjennom sine mange dagligvarekjeder har konsernet

opparbeidet seg en markedsandel på 42,3 % i 2016 (Nielsen, 2017), og er dermed den desidert største aktøren i dagligvarebransjen.

Forretningsområder

Detaljhandel – Innen detaljhandel, er NorgesGruppen en stor aktør i markedet. Innen dagligvare har NorgesGruppen tre landsdekkende kjedekonsepser hvorav to kjedekonsepser er supermarked, nemlig Spar/Eurospar og Meny. Videre har NorgesGruppen en lavpriskjede, Kiwi. NorgesGruppen har i tillegg to nærbutikkonsept, Joker og Nærbutikken (NILF, 2013, s. 12). Figuren under viser kjedekonseptenes omsetningsandeler i 2016 (Nielsen, 2017). Med nærmere 50 % omsetningsandel, er Kiwi det største kjedekonseptet til NorgesGruppen.

	Omsetningsandel
Kiwi	47,1 %
Meny	25,7 %
SPAR/Eurospar	16,7 %
Joker	8,8 %
Nærbutikken	1,4 %
Annen	0,4 %

Tabell 2.7 – Kjedekonseptenes omsetningsandel per 2016

NorgesGruppen har også en sentral posisjon i servicehandel. Innen servicehandel har NorgesGruppen konsepter som Deli de Luca, MIX, Dolly Dimple's, Jafs, Kaffebrenneriet og Fresh (NorgesGruppen, 2017, s. 17).

Grossistvirksomhet – NorgesGruppen eier 100 % av ASKO, som er Norges største grossist. ASKO har ansvar for vare- og informasjonsstrømmen i hele verdikjeden til NorgesGruppen, slik at NorgesGruppen har full kontroll over egen grossistvirksomhet. I 2016 var totale driftsinntekter for grossist 59 155 MNOK (NorgesGruppen, 2017, s. 20).

Eiendom – NorgesGruppen er også en av Norges største eiendomsaktører med ca. 800 000 m² eiendom fordelt på detalj-, industri- og engroseiendommer. Totale driftsinntekter for forretningsområder var på 499 MNOK i 2016 (NorgesGruppen, 2017, s. 31)

Egne merkevare (EMV)


Videre har NorgesGruppens flere ulike egne merkevarer (EMV). Merkevarevirksomheten til NorgesGruppen består av merker som First Price, Eldorado, Fiskemannen, Unik (kjemisk/tekniske varer), og Jacobs utvalgte. EMV står for omtrent av 12 % av omsetningen i

NorgesGruppens butikker. Driftsinntekter for egne merkevarer var på 9 941 MNOK i 2016 (NorgesGruppen, 2017, s. 31-32).

Fordelsprogram

Trumf er NorgesGruppens eget fordelsprogram hvor medlemmer sparer bonus hver gang de handler. Den oppsparte bonusen kan tas ut i produkter, opplevelser eller kontanter. Som Trumf-medlem får man 1 % bonus på alle NorgesGruppens dagligvarebutikker. I tillegg gis det 20 % sunnhetsbonus hos utvalgte varer hos Meny, og 15 % bonus på fersk frukt og grønt hos Kiwi (NorgesGruppen, 2017a). I 2015 passerte lojalitetsprogrammet 2 millioner medlemmer, og antall medlemmer vokser med omtrent 100.000 medlemmer årlig (NorgesGruppen, 2015a).

Finansielle nøkkeltall

	Driftsinntekter (MNOK)	EBITDA - margin	EK-andel	Omsetning (MNOK)	Ant. Dagligvarebutikker
 NorgesGruppen	80 162	6,0 %	46,0 %	71 661	1 850

Figur 2.8 – Finansielle nøkkeltall for NorgesGruppen 2016

2.4.2 Coop Norge

Coop er den nest største aktøren i det norske dagligvaremarkedet og driver i dag ca. 1 100 dagligvarebutikker. I 2016 hadde Coop en omsetning på 49 807 MNOK. Coop Norge SA er samvirkelagens fellesorganisasjon. Coop skiller seg dermed fra de andre paraplykjedene ved at den eies av kundene gjennom deres medlemskap i ett av 97 samvirkelag i Norge. I dag har Coop nesten 1,5 millioner medlemmer/medeiere (Coop, 2017b). Coop Norge er organisert med datterselskapene Coop Norge Handel AS, Coop Norge Eiendom AS og Norsk ButikkDrift AS.

Forretningsområder

Detaljhandel – Innen detaljhandel, er det Coop Norge Handel AS og NorskButikkdrift AS som driver og er ansvarlig for butikkdriften. Coop Norge Handel AS er ansvarlig for konsernets innkjøp, vareforsyning, kjededrift og markedsføring, og driver detaljhandel både innen dagligvare og bygg. NorskButikkdrift AS drifter det som tidligere var en del av ICA Norge AS og består av 360 dagligvarer i hele landet (Coop, 2017d). Coop har i tillegg 134 byggevarehus i kjedene Obs Bygg, Extra bygg og Coop Byggmix (Coop, 2017g).

Coop driver dagligvare innen seks forskjellige kjedekonsepter: Obs, Extra, Coop Prix, Coop Mega, Coop Marked og Matkroken (Coop, 2017c), og dekker alle segmentene i markedet. Coop Prix og Coop Extra er lavpriskjedene til Coop. Coop Mega er supermarkedkjeden, og Coop Obs! er hypermarkedkjeden. Nærbutikkjedene til Coop er Coop Marked og Matkroken. Som figur 10 viser, er Coop Extra den konseptkjeden med klart størst omsetningsandel, etterfulgt av Coop Obs!, Coop Prix og Mega i synkende rekkefølge. Minst er Matkroken med 2,8 %.

Omsetningsandel	
Coop Extra	39,10 %
Coop Obs!	18,30 %
Coop Prix	17,90 %
Coop Mega	14,50 %
Coop Marked	7,30 %
Matkroken	2,80 %

Figur 2.9 – Konseptkjedenes omsetningsandeler 2016

Grossistvirksomhet og eiendom – Coop Norge SA har i tillegg ansvaret for grossist- og logistikkvirksomheten i Coop.

Coop Norge Eiendom AS ble etablert i 2001 og skal bidra til at samvirkelagene i Norge utvikler sine eiendomsporteføljer og skaffer seg gode næringslokaler. Ved å kjøpe, selge, utvikling og forvaltning av eiendom, har selskapet på kort tid gått fra å være en liten aktør til å bli en betydelig nasjonal aktør på eiendomsmarkedet (Coop, 2017a).


Egne merkevare (EMV)

Årlig selger Coop EMV for 4,3 milliarder kroner. Coop Norge Industri AS produserer egne varer som distribueres gjennom kjedekonseptene, og står for omtrent en fjerdedel av kjedenes egne varmerker. Dette gjelder blant annet Coop kaffe, Goman (bakevarer), Coop syltetøy og Røra juice (Coop, 2017e). Coop har i tillegg fire egne merkevarer for mat: Coop serien, X-tra, Coop Smak forskjellen og Coop Änglamark (NILF, 2013, s. 15).

Fordelsprogram

Coop sitt fordelsprogram er kalt Coop Medlem. Som medlem får hver enkelt en generell rabatt på 1 % på alt man kjøper. Samtidig får man både rabattordninger hos Coops samarbeidspartnere og kundetilbud tilpasset hver enkelt kunde. Det gis i tillegg en sunnhetsrabatt på 11 % på frukt og grønt (Coop, 2017f).

Finansielle nøkkeltall

	Driftsinntekter (MNOK)	EBITDA - margin	EK-andel	Omsetning (MNOK)	Ant. Dagligvarebutikker
	46 958	2,9 %	26,0 %	49 807	1 100

Figur 2.10 – Finansielle nøkkeltall for Coop 2016

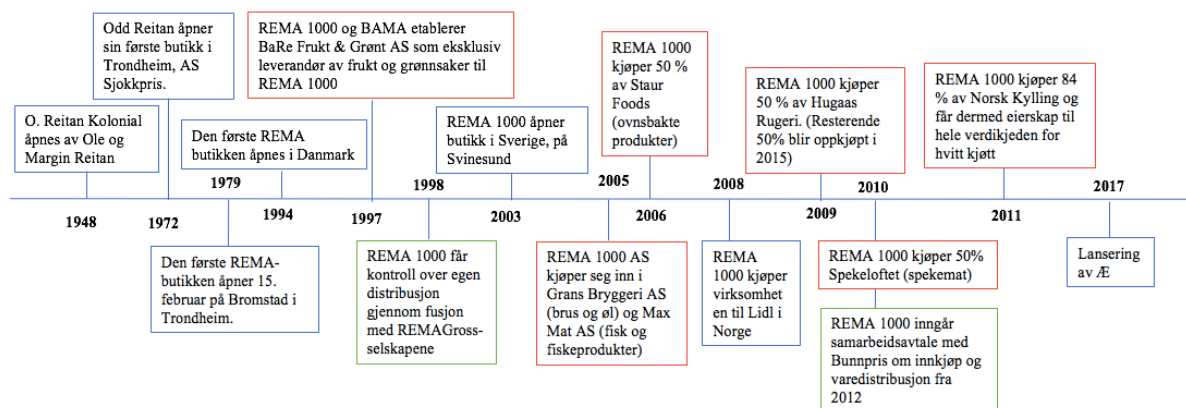
2.5 Rema 1000

Rema 1000 ble presenter i korte trekk i kapittel 2.1. I dette kapittelet vil vi gå nærmere inn på Rema 1000 og særtrekk ved virksomheten. Med mindre annet er oppgitt, bygger dette kapitlet utelukkende på informasjon hentet fra Reitangruppen sin hjemmeside (www.reitangruppen.no) og REMA 1000 sin hjemmeside (www.rema.no).

2.5.1 Historisk utvikling

Historien om Rema 1000 startet i Norge 15.februar 1979, da Odd Reitan Åpnet sin første Rema butikk på Bromstad i Trondheim. Det hele startet med jakten på et butikkonsept som skilte seg ut fra de tradisjonelle nærbutikkene. På en studietur til Tyskland i 1977 ble representanter for Reitangruppen imponert over den tyske lavpriskjeden ALDI's enkelhet, og med ALDI som forbilde, ble Rema 1000-kjeden etablert. I startfasen var Remas utvalg begrenset til 500 varer, men dette ble for smalt til at det ble lønnsomt. I 1980 ble butikken i Mo i Rana derfor åpnet med et utvidet vareutvalg på 1000 ulike artikler. Dette førte til stor suksess, og ble videreført til resten av butikkene som på denne tiden gikk under navnet Rema. Dette førte også til at navnet på kjeden ble endret til Rema 1000 – en forkortelse for Reitan Mat, 1000 artikler.

Siden 1979 har Rema 1000 vært i sterk vekst. Innen 1990 var det etablert Rema 1000 butikker i alle byer i Norge med mer enn 10 000 innbyggere. Senere ble i tillegg butikker åpnet i både Danmark og Sverige. Figuren under viser de viktigste historiske hendelsene for Rema 1000.



Figur 2.11 – Historisk utvikling Rema 1000

Som Figur 2.11 viser, har Rema 1000 gjennom en årrekke kjøpt opp, og etablert samarbeid med ulike leverandører (markert med rødt). Figuren viser i tillegg hendelser hvor Rema 1000 har opparbeidet seg kontroll over egen verdikjede, blant annet ved å integrere grossistledet i 1998 og inngåelse av samarbeidsavtalen med Bunnpris i 2010 (markert med grønn). Med gode samarbeidsavtaler og leverandør/grossist funksjoner integrert i kjeden, har Rema 1000 gjort det mulig å effektivisere driften og holde kostnadene lave.

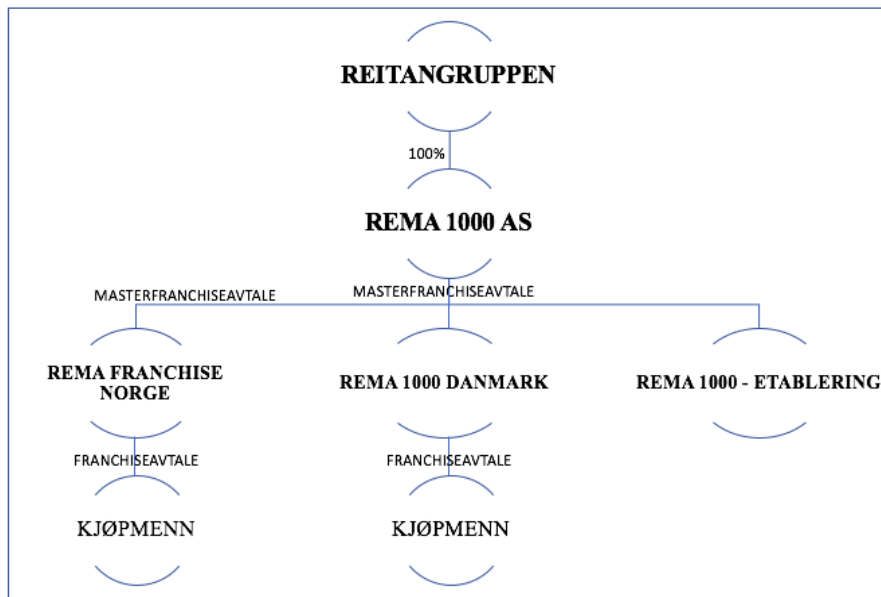
2.5.2 Forretningsområder

Rema 1000 er 100 % eid av Reitangruppen og er et av forretningsområdene til Reitangruppen. Rema 1000 AS omfatter tre forretningsområder: REMA 1000 i Norge, Rema 1000 i Danmark og Rema 1000 Etablering. Figur 2.12 viser nøkkeltallene for de ulike forretningsområdene.

	Rema 1000 Norge	Rema 1000 Danmark	Rema 1000 Etablering
EBITDA	2 167	662	91
Driftsresultat	1 763	514	78

Figur 2.12 – Nøkkeltall for forretningsområder REMA 1000 AS

Rema 1000 sin forretningside er å være en sterk eier og masterfranchisegiver gjennom implementering av et felles konsept, kultur og finansielle standarder. Dette fungerer på følgende måte: Morselskapet Rema 1000 AS eier varemerket Rema 1000. Dette varemerket forvaltes og videreutvikles gjennom masterfranchiseavtaler med de nasjonale selskapene, Rema Franchise Norge og Rema 1000 Danmark. De nasjonale selskapene er deretter franchisegiver for de enkelte butikkene som drives av individuelle kjøpmenn. Dette er illustrert i figur 2.13:



Figur 2.13 – Forretningsområder Rema 1000

REMA 1000 Norge

Gjennom sine 584 og utsalgssteder og 11 415 ansatte i Norge, har Rema 1000 etablert seg som den tredje største dagligvarekjeden i Norge (Rema 1000, 2013a). I Norge hadde Rema 1000 en markedsandel på 24,4 % i 2016. Rema hadde en omsetning på 41 335 MNOK i 2016, og stod dermed for nesten 25 % av dagligvareomsetningen i Norge (Nielsen, 2017).

REMA 1000 Danmark

Siden Rema 1000 åpnet sin første butikk i 1994, har Rema 1000 gått offensivt ut mot de danske konkurrentene opplevd sterk vekst. Med sine 284 utsalgssteder og 8 837 ansatte i 2016, har Rema 1000 etablert seg som den nest største dagligvarekjeden i Danmark. I 2016 omsatte Rema 1000 for 12,3 milliarder danske kroner, sammenlignet med 11,4 milliarder i 2015. Med en økt omsetningsvekst på 8,2 % og en god resultatutvikling i Danmark, har Rema 1000 opparbeidet seg en markedsandel på 11,9 % i 2016 (Rema 1000, 2017, s. 8).

Den totale butikkomsetningen i Norge og Danmark utgjør 56 729 MNOK. Tabellen under viser nøkkeltall for Rema 1000 i Norge og Danmark for 2016.

	Rema 1000 Norge	Rema 1000 Danmark
Omsetning	41 335	15 394
Vekst i omsetning	3,8 %	8,2 %
Ant. Utsalgssteder	584	284
Ant. Medarbeidere	11 415	8 837

Tabell 2.14 – Nøkkeltall REMA 1000 Norge og Danmark

REMA 1000 – Etablering

Rema 1000 Etablering er et selskap under Rema 1000 AS. Selskapets oppgaver er å sikre attraktive eiendommer og lokaler til Rema 1000, enten gjennom nyetablering eller flytting av eksisterende butikker (Rema Etablering, 2017).

Grossistvirksomhet

Reitangruppen har sitt eget grossist- og distribusjonsselskap, Rema Distribusjon. Som en del av Reitangruppen, benytter Rema 1000 seg dermed av både grossist- og distribusjonsfunksjonen i konsernet. Reitangruppen har i tillegg 85 % eierskap i detalj- og grossistvirksomheten Reitan Distribution som leverer varer til Rema 1000 i Danmark (Reitan Distribution, 2017). Disse distribusjonsvirksomhetene driver som distribusjonskanal for alle Rema 1000 butikkene i Norge og Danmark (Rema 1000, 2017, s. 9).

Rema Industrier og egne merkevarer (EMV)




Gjennom Rema Industrier, har Rema 1000 eierinteresser i leverandører av viktige varekategorier. Formålet med Rema Industrier er å bidra til å øke konkurransekraften til Rema 1000 gjennom innovasjon og utvikling av egne merkevarer. I 2016 omfattet Rema Industrier følgende selskaper: Norsk Kylling, Hugaas Rugeri, Hugaas Kalkun, Stanges Gårdsprodukter. Videre har Rema 1000 også eierandeler i Grans Bryggeri, Kjeldsberg Kaffebrenneri, Spekeloftet, Gram Slot og BAMA Gruppen. I 2016 har også Kolonihagen og Norske Bryggerier kommet til som nye datterselskaper i (Rema 1000, 2017b).

I tillegg til å ha eierandeler i leverandørers selskap, har Rema 1000 også *egne merkevarer* som kun selges i Rema 1000 butikkene i Norge og Danmark. Dette inkluderer Rema-1000-serien, og Rema Nonfood. I tillegg er Nordfjord (kjøttprodusent), Godehav (fiskeprodukter), Solvinge (kylling og kalkun), og Soft Style (nonfood/teknisk) produkter som bare selges i Rema 1000 sine butikker.

2.6 Hvordan Rema 1000 skiller seg fra de sammenlignbare virksomhetene

Vi vil i dette kapitlet gå nærmere inn på hva det er som skiller Rema 1000 fra de sammenlignbare virksomhetene, NorgesGruppen og Coop.

Først og fremst er det tilsynelatende mange likheter mellom Rema 1000 og de sammenlignbare virksomhetene. For det første er alle kjedene landsdekkende og opererer med Norge som hovedmarked. Dette betyr at alle kjedene konkurrerer om de samme kundene og de samme markedsandelene, og at de er utsatt for de samme juridiske og politiske påvirkningene. Andre fellestrekk er økt vertikal integrering, utvikling av EMV og utvikling av fordelsprogrammer. Figur 2.15 viser oppsummering av nøkkeltallene for Rema 1000 og de sammenlignbare virksomhetene.

	Driftsinntekter	EBITDA - margin	EK-andel	Omsetning	Ant. Butikker
 NorgesGruppen	80 162	6,00 %	46,00 %	71 661	1 850
 coop	46 958	2,90 %	26,00 %	49 807	1 100
 REMA 1000	53 175	5,40 %	42,50 %	41 336	868

Figur 2.15 – Sammenligning av nøkkeltall (tall fra 2016)

Det er imidlertid enkelte forskjeller mellom REMA 1000 og de sammenlignbare virksomhetene. Vi ønsker her å trekke frem *franchisedrift*, *REMA-konseptet*, *EMV*, *størrelse* og «*Bestevenn-strategi*». Disse forskjellene vil her bli diskutert i korte trekk, før de diskuteres nærmere i den kvalitative VRIO analysen i kapittel 4.3.1.

Franchisedrift

Rema 1000 skiller seg fra de sammenlignbare virksomhetene ved at de er den eneste dagligvareaktøren som rendyrker franchise som driftsform. Dette gir mulighet for raskere ekspansjon. Videre gir franchiseorganiseringen kjøpmennene større frihet til å bidra med personlig initiativ, skaperlyst og kunnskap om lokale forhold.

Lavpriskonsept

Rema 1000 er den eneste av de tre dagligvarekjedene som kun har *ett kjedekonsept*. Mens NorgesGruppen og Coop har flere kjedekonsepter tilpasset de ulike markedssegmentene, har Rema 1000 kun ett konsept, nemlig lavpris.

REMA 1000
bare lave priser

Egne merkevare (EMV)

Til tross for at alle dagligvarekjedene har utviklet EMV, skiller Rema 1000 seg fra de sammenlignbare virksomhetene ved at de satser tungt på EMV og markedsfører dette tydelig. Rema 1000 og Coop er de dagligvarekjedene med størst innslag av EMV, hvor Rema har en noe større prosentandel av omsetningen enn Coop (NILF, 2013, s. 61). Rema 1000 har videre bred erfaring og kompetanse innen merkevarebygging, i tillegg til et sterkt merkevarenavn.

Størrelse

Rema 1000 skiller seg videre ved å være den minste aktøren. Når man er større kan man kjøpe flere varer og dermed oppnå en bedre pris fra dagligvareprodusentene. Størrelse har dermed betydning for hvilke priser dagligvarekjedene kan sette uten å tape marginer.

«Bestevenn- strategi»

Rema 1000 skiller seg videre fra de sammenlignbare virksomhetene gjennom sin «Bestevenn-strategi». Remas «Bestevenn-strategi» går ut på slanke antallet merkevarer i sortimentet, og inngå langsiktige avtaler med færre leverandører. På den ene siden, vil denne strategien føre til fordeler for leverandørene gjennom bedre synlighet i butikkene. For Rema 1000, hjelper strategien å differensiere Rema i et flatt konkurranselandskap. Samtidig vil dette gi bedre innkjøpspriser og dermed lavere priser for kundene (Andreassen, 2017).

Strategien har imidlertid vært svært omdiskutert, både blant forbrukere og i media. Dette omtales nærmere i VRIO analysen i kapittel 4.3.1.

3. Verdsettelsesteknikker

Vi vil i dette kapitlet presentere ulike verdsettelsesteknikker som kan benyttes til å beregne egenkapitalverdien til Rema 1000. Nyttig litteratur om verdsettelsesteknikker er blant annet Damodaran (2012), Petersen mfl (2017) og Penman (2013). Dette kapitlet bygger derfor i stor grad på denne litteraturen. Vi vil også benytte teorien presentert i Knivsflå sitt rammeverk av 2017.

Generelt kan det sies å være tre tilnærminger til verdsettelse: *Fundamental*-, *komparativ*- og *opsjonsbasert verdsettelse*. Disse tilnærmingene anses ikke som gjensidig utelukkende, men som supplement for å komme frem til et samlet verdiestimat (Knivsflå, 2017, F1). Ved å benytte flere metoder gis det derfor ytterligere presisjon i verdiestimatet. Vi vil i dette avsnittet gi en introduksjon til de ulike verdsettelsesteknikkene, og deretter presentere vårt valg av hovedteknikk for verdsettelsen av Rema 1000.

3.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er en inntjeningsbasert verdivurdering som tar utgangspunkt i hvilke kontantstrømmer et selskap kan forventes å generere fremover (Damodaran, 2012, s.11). Metoden baseres på offentlig tilgjengelig informasjon, hvor årsrapportene er den viktigste informasjonskilden. Fundamental verdsettelse følger en systematisk prosess hvor man først utfører en strategisk regnskapsanalyse for å få innsikt i de underliggende økonomiske forholdene om bransjen og selskapet. Videre ser man nærmere på forholdstall, risiko og rentabilitet, før det utarbeides framtidsregnskap og framtidskrav. Denne innsikten benyttes dermed til å komme frem til et endelig verdiestimat.

Utgangspunktet for den fundamentale verdsettelsen er altså en nåverdiberegning av fremtidige kontantstrømmer. Verdsettelsen kan gjøres ved å verdsette egenkapitalen *direkte* eller *indirekte*. Vi skiller dermed hovedsakelig mellom to metoder innenfor fundamental verdsettelse; *egenkapitalmetoden* (direkte verdsettelse) og *selskapskapital-metoden* (indirekte verdsettelse) (Knivsflå, 2017, F1, s. 62-63). Innenfor hver av disse metodene kan det videre benyttes ulike modeller. Vi vil her se nærmere på disse to metodene og de ulike modellene innenfor hver metode, før vi fastsetter hvilken metode vi vil benytte i verdsettelsen av Rema 1000.

3.1.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden (EK-metoden) innebærer en *direkte* verdsettelse av egenkapitalen. Egenkapitalmetoden er basert på forutsetningen om at de eneste kontantstrømmene mottatt av aksjonærer, er utbytte (Damodaran, 2012, s.351). Ved bruk av denne modellen vil verdien av egenkapitalen i dag derfor tilsvare nåverdien av forventet fremtidig utbytte (Damodaran, 2012, s.13). Innenfor EK-metoden er det flere modeller som kan anvendes, nemlig *utbytte- fri kontantstrøm-, superprofitt og superprofittvekstmodellen*. Til tross for ulike tilnærminger, vil disse modellene gi det samme verdiestimatet dersom de brukes konsistent over tid (Kaldestad og Møller, 2015, s. 34).

Utbytte- og fri kontantstrømmodellen innebærer at verdien av egenkapitalen vil tilsvare nåverdien av fremtidig forventet fri kontantstrøm til egenkapital (Damodaran, 2012, s. 351). I *superprofittmodellen* vil egenkapitalen være lik summen av egenkapitalen i dag og nåverdien av forventet fremtidig superprofitt til egenkapitalen (Damodaran, 2012, s. 596). Tilsvarende vil *superprofittvekstmodellen* verdsette egenkapitalen på bakgrunn av den kapitaliserte verdien av nettoresultatet og nåverdien av fremtidig vekst (Knivsflå, 2017, F16, s. 53).

3.1.2 Selskapskapitalmetoden

Den andre metoden innenfor fundamental verdivurdering er *selskapskapitalmetoden*. Denne metoden innebærer en *indirekte* verdivurdering av selskapskapitalen, hvor verdien av selskapskapitalen er nåverdien av forventet fremtidig kontantstrøm til selskapet. Denne verdien finnes ved å diskontere forventede kontantstrømmer med et gjennomsnittlig avkastningskrav (Damodaran, 2012, s. 14). Det finnes typisk tre mål på selskapskapitalen; *total kapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital*. Totalkapitalmetoden anses som utdatert, og vi vil følgelig ikke gå nærmere inn på denne metoden (Knivsflå, 2017, F17, s. 5).

Sysselsatt kapital-metoden går ut på å verdsette selskapskapitalen ved hjelp av *sysselsatt kapital*, det vil si den kapitalen som er sysselsatt av eierne og långiverne. Sysselsatt kapital kan finnes ved hjelp av tre modeller; *fri kontantstrøm modellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen*. Disse er omtrent tilsvarende modellene som ble nevnt under 3.1.1, og vil derfor ikke omtales nærmere. Ved bruk av *netto driftskapital-metoden*, benyttes netto driftskapital til å verdsette selskapskapitalen, altså kapitalen som er investert i driften av en virksomhet. Også her benyttes de samme tre modellene nevnt overfor med få endringer.

3.2 Komparativ verdsettelse

Den andre metoden som benyttes for å verdsette virksomheter, er komparativ verdsettelse. Til tross for at verdsettelsesteori har en tendens til å fokusere på verdsettelse ved hjelp av diskonterte kontantstrømmer, er komparativ verdsettelse mest brukt i praksis. Med komparativ verdsettelse menes verdivurdering basert på relativ prising av sammenlignbare selskaper (Damodaran, 2012, s. 19). Komparativ verdsettelse er også en *indirekte* verdsettelse, ettersom man baserer verdien på sammenlignbare forhold. Innenfor komparativ verdsettelse benyttes modeller som *multiplikatormodellen* og *substansverdimodellen*.

3.2.1 Multiplikatormodellen

Multiplikatormodellen er en markedsbasert tilnærming som ser på den relative prisingen av sammenlignbare selskaper. Metoden går ut på å bruke markedsbaserte forholdstall (*multipler*) fra sammenlignbare selskaper som verdimultiplikator og multiplisere dette med en base, eksempelvis resultatet. Vanlige multipler benyttet i praksis er den resultatorienterte pris/fortjeneste og den balanseorienterte pris/bok (Kaldestad og Møller, 2016, s. 221-222).

Fordelene med modellen er blant annet at den er enkel og lite tidkrevende å bruke og at den er mye brukt i praksis. I tillegg er tilnærmingen markedsbasert, og baserer seg dermed på hva markedet er villig til å betale i dag. Noen av ulempene er at det er vanskelig å finne sammenlignbare selskaper, og det er lett å manipulere resultatene ut i fra hvilke selskap som velges til sammenligning. I tillegg er det vanskelig å kvantifisere individuelle forskjeller mellom selskapene, da virksomheter i praksis ikke alltid er så like som man tror (Kaldestad og Møller, 2016, s. 227-228).

3.2.2 Substansverdimodellen

Som alternativ til multiplikatormodellen, kan man benytte substansverdimodellen. Dette er en balanseorientert tilnærming som, i motsetning til fundamental verdsettelse, tar utgangspunkt i verdien eiendelene kan selges for i markedet i dag. Disse verdiene er gjerne basert på observerbare priser på lignende eiendeler, og det ses bort fra eiendelens nåværende bruk. (Kaldestad og Møller, 2016, s. 242). Verdien av egenkapitalen kan dermed finnes ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Substansverdi} = \text{salgsverdi eiendeler} - \text{markedsverdi gjeld} - \text{latent skatt}$$

Substansverdimetoden er mest hensiktsmessig å benytte når det eksisterer et marked for selskapets eiendeler, når eiendelens verdi er uavhengig av virksomheten og/eller når rentabiliteten på eiendelen er lav (når bruksverdi er lavere enn salgsverdi). Metoden er derfor mest egnet for bransjer som eiendom, shipping og investering, hvor eiendelene ofte omsettes mellom ulike aktører og eiendelene er uavhengig av eier (Kaldestad og Møller, 2016, s. 245-246). Metoden kan derfor også være relevant for å finne likvidasjonsverdi av eiendeler. På den annen side er metoden mindre egnet ved verdsettelse av tradisjonelle eiendeler, da den sannsynligvis vil undervurdere verdiene. Dette skyldes blant annet at mange av disse virksomhetene har immaterielle eiendeler som ikke kan selges åpent på markedet. Dette gjelder eksempelvis humankapital, strukturkapital eller relasjonskapital (Kaldestad og Møller, 2016, s. 245).

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

En tredje tilnærming til verdsettelse, er opsjonsbasert verdsettelse. Hvor fundamental verdsettelse benytter nåverdier og neddiskonteringsrater for å finne et verdiestimat, tar en opsjonsbasert verdsettelse hensyn til at en investering har flere muligheter (Damodaran, 2012, s.87). Bakgrunnen for denne tilnærmingen, er at en finansiell opsjon gir eier rettigheten, men ikke plikten, til å kjøpe eller selge en aksje til en gitt pris. På samme måte kan et selskap ha en rett, men ikke en plikt til å gjøre en bestemt investering. Metoden tar dermed hensyn til *fleksibilitet* (Kaldestad og Møller, 2016, s. 258). Verdien av denne fleksibiliteten vil typisk undervurderes i en tradisjonell fundamental verdsettelse. Dette gjelder spesielt i situasjoner hvor det er knyttet stor usikkerhet til fremtiden. Basert på denne metoden beregnes verdien av egenkapitalen i henhold til følgende formel:

$$\text{Verdi} = \text{statisk verdi} + \text{nåverdi av særlig fleksibilitet}$$

Opsjonsbasert verdsettelse vil være et nyttig supplement til tradisjonelle verdsettelses-metoder og egner seg godt i bransjer preget av høy dynamikk og usikkerhet. Det foreligger imidlertid også utfordringer i denne modellen, hovedsakelig knyttet til forutsetningene som legges til grunn. Mange av variablene benyttet i metoden er vanskelig å estimere i praksis, og usikkerhetsintervallet blir derfor ofte stort (Kaldestad og Møller, 2016, s. 263-264). I tillegg foreligger det risiko for dobbelttelling dersom fleksibiliteten ikke tas hensyn til i beregningen av den statiske verdien, slik at det er en fare for overvurdering av egenkapitalverdien (Kaldestad og Møller, 2016, s. 269).

3.4 Valg av hovedteknikk

Hvilken av de overnevnte verdsettelsesteknikkene som er mest hensiktsmessig å benytte i verdsettelsen av Rema 1000 avhenger av flere faktorer. For det første vil *tilgang informasjon* være et viktig moment. Tilgang på informasjon vil være avgjørende for å kunne benytte fundamental verdsettelse. Hverken Rema 1000 eller de komparative virksomhetene er børsnotert. Vi har likevel tilgang til historiske regnskapstall tilbake til 2011 gjennom virksomhetens respektive hjemmesider. Dagligvareselskapene er i tillegg mye omtalt i myndighetsrapporter og i media, noe som også tilfører kvalitativ informasjon. Vi har derfor god tilgang på både regnskapsinformasjon og annen informasjon om virksomhetene.

Videre avhenger verdsettelsesteknikk av type virksomhet, type bransje, ulike faser i livssyklusen og evne til fortsatt drift (Kaldestad og møller, 2016, s. 33). Dagligvarevirksomhetene er virksomheter hvor verdiskapning generes av *driften*. Dette er også virksomheter som har lang og stabil inntjening, særlig de siste årene. Dette kan tyde på at virksomhetene har nådd en *moden vekstfase*. Rema 1000 har vist gode og stabile resultater de siste årene, og i årsrapporten for 2016 er fortsatt drift lagt til grunn. Det vil si at fremtidig inntjening er forventet. Disse faktorene gir dermed godt grunnlag for både historisk analyse og fremtidige prognoser.

På bakgrunn av overnevnte diskusjon, anser vi fundamental verdsettelse å være mest hensiktsmessig som hovedteknikk. Begrunnelsen er at bransjen og virksomheten har nådd en moden fase og at verdiskapningen i hovedsak genereres av driften. Ettersom metoden bygger på og kombinerer ulike fagområder som regnskap, finans og strategi, vil denne metoden også gi et mer helhetlig bilde av virksomheten og bransjen virksomheten opererer i. Dette bidrar derfor til å gjøre konklusjoner mer nøyaktige, slik at vi får et verdiestimat som er mer pålitelig.

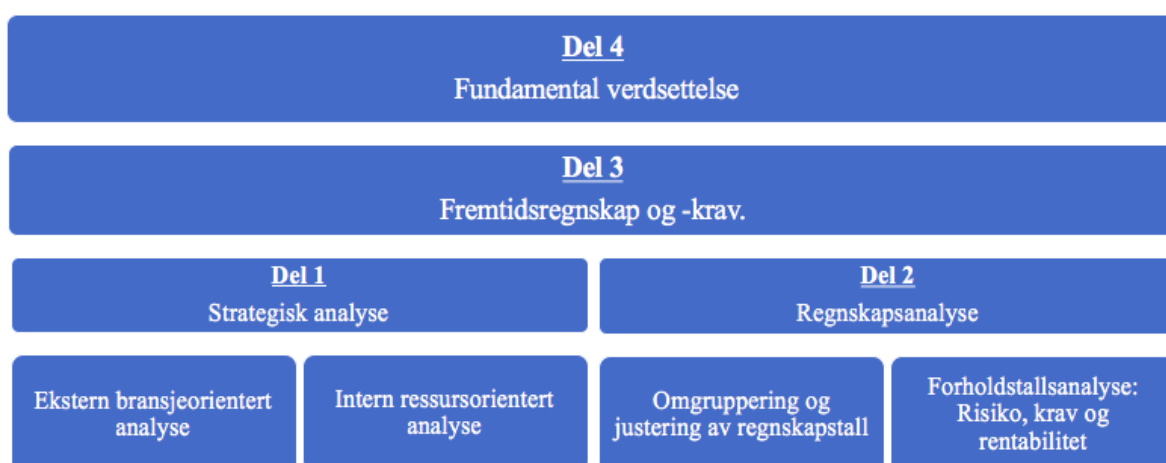
Som tidligere nevnt, er de ulike verdsettelsesteknikkene ikke gjensidig utelukkende. Det er derfor optimalt å kombinere flere tilnærminger. Vi velger dermed å gjennomføre en *fundamental verdsettelse* kombinert med en *komparativ verdsettelse*, hvor vi benytter *multiplikatormodellen*. Dette gjøres for å øke presisjonen til verdiestimatet. Vi viser her til kapittel 11 og 12.

3.5 Rammeverk for fundamental verdsettelse

I den fundamentale verdsettelsen av Rema 1000 benyttes rammeverket presentert i Knivsflå (2017). Dette rammeverket samsvarer med rammeverket presentert i blant annet Palepu mfl. (2013) og Damodaran (2012). Rammeverket følger en systematisk prosess delt inn i fire hoveddeler:

Første del omfatter en *strategisk analyse*. Formålet med analysen er å få innsikt i de underliggende økonomiske forholdene til Rema 1000 og dermed danne et grunnlag for å si noe om Rema 1000 har en strategisk fordel i forhold til de komparative virksomhetene. I del to gjennomføres en kvantitativ regnskapsanalyse. Regnskapstallene *omgrupperes* først for å gjøre tallene mer investororienterte, før tallene *justeres* for å bedre reflektere de underliggende økonomiske forholdene identifisert i del 1. Deretter følger en *risikoanalyse*, hvor både kortsiktig og langsiktig risiko blir analysert. Risikoanalysen resulterer i en syntetisk rating for Rema 1000. Denne innsikten benyttes så for å analyse *avkastningskrav*, før det avslutningsvis utføres en *rentabilitetsanalyse*.

I del tre utarbeides *fremtidsregnskap* og *-krav* basert på innsikt fra del 1 og del 2, før selve *verdsettelsen* utføres i del 4. Vi vil her benytte de nevnte metodene og deretter utføre en konvergensprosedyre som resulterer i et felles verdierestimert. I del fire vil vi også gjennomføre ulike simuleringer og sensitivitetsanalyser. Dette gjøres for å ta hensyn til usikkerhet i verdierestimert. Figuren under oppsummerer denne trinnvise prosessen (Knivsflå, 2017, F1):



Figur 3.1 – Rammeverk for fundamental verdsettelse

4. Strategisk analyse

4.1 Rammeverk for den strategiske analysen

I dette kapitlet vil vi gjennomføre en *kvalitativ* strategisk analyse av REMA 1000. Den strategiske analysen vil være et viktig utgangspunkt for den etterfølgende regnskapsanalysen i form av at regnskapsanalysen baserer seg på de faktiske forhold som definerer virksomheten. Dette gjør oss som eksterne analytikere i stand til å gjøre realistiske fremtidsprognoser. Nyttig litteratur for den strategiske analysen er Barney (2014), Hill og Jones (2010) og Porter (1979). Den strategiske analysen bygger i stor grad på denne teorien, kombinert med rammeverket presentert i Knivsflå (2017, F2, s. 24).

Målsetningen med den strategiske analysen er å fastsette om REMA 1000 har en *strategisk fordel* eller *-ulempe*. Et mål på strategisk fordel, er superrentabilitet. En virksomhet har derfor en strategisk fordel dersom virksomheten evner å generere en rentabilitet utover avkastningskravet (Knivsflå, 2017, F2, s. 23). Dette kan uttrykkes på følgende måte:

$$\text{Strategisk fordel} = r - k$$

Den strategiske fordelene kan videre dekomponeres og uttrykkes som følger:

$$\text{Strategisk fordel} = (r_B - k) + (r - r_B)$$

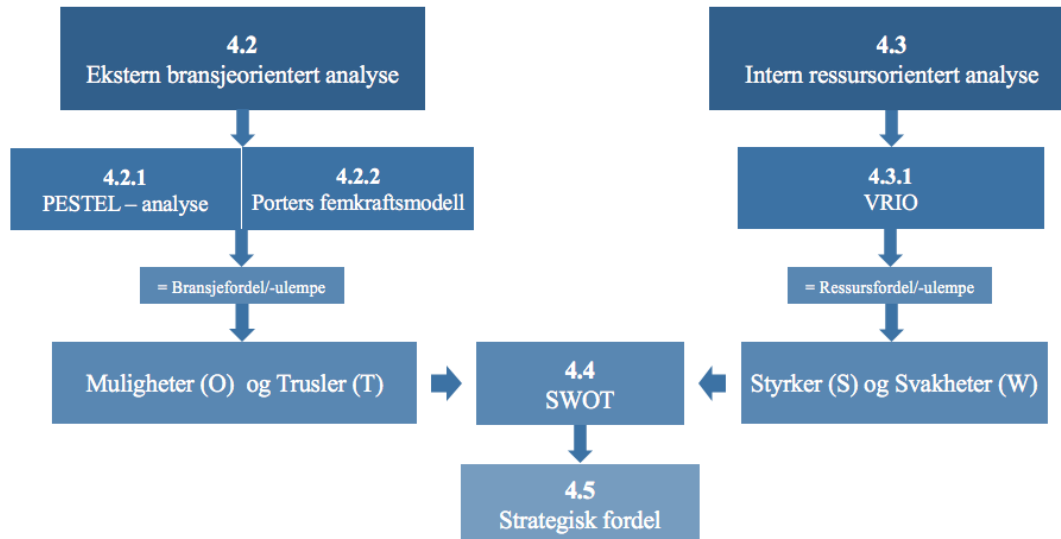
$(r_B - k) > 0$ = Ekstern bransjefordel	$(r - r_B) > 0$ = Intern ressursfordel
--	---

Det første uttrykket, $(r_B - k)$, sier noe om *bransjen* har en rentabilitet større enn kravet, og dermed om en bransje har en bransjefordel eller -ulempe. Uttrykket $(r - r_B)$ sier noe om *virksomheten* har en rentabilitet større enn rentabiliteten til bransjen, dermed om virksomheten har en ressursfordel eller -ulempe. Den strategiske analysen deles derfor inn i to analyser: (1) En ekstern bransjeorientert analyse og (2) en intern ressursorientert analyse.

Formålet med den *eksterne analysen* er å indentifisere om dagligvarebransjen har en *bransjefordel*, eller en *bransjeulempe*, og hva som er kildene til en eventuell fordel/ulempe. Analysemetodene som benyttes er PESTEL-analyse og Michael Porter's femkraftsmodell.

I den *interne analysen* vil vi se nærmere på de interne ressursene og organisatoriske styrkene til Rema 1000. Formålet med den interne analysen er å identifisere om Rema 1000 har en *ressursfordel* eller *ressursulempe*. Analysemetoden som benyttes er VRIO.

Rammeverket for den strategiske analysen er oppsummert i figuren under:



Figur 4.1 – Rammeverk for den strategiske analysen

Som rammeverket viser, så danner den interne- og eksterne analysen grunnlaget for å si noe om bransje- og ressursfordeler. En eventuell bransjefordel forventes å øke (synke) dersom bransjen har mange muligheter (trusler). En eventuell ressursfordel forventes å øke (synke) dersom en virksomhet har mange interne styrker (svakheter) (Knivsflå, 2017, F2, s.47). Analysene oppsummeres derfor ved hjelp av en SWOT analyse i kapittel 4.4.

Basert på den interne- og den eksterne strategiske analysen kan vi si noe om hvorvidt Rema 1000 har en strategisk fordel eller –ulempe. Dette presenteres i kapittel 4.5. Dette vil være nyttig i den strategiske vekstanalysen i kapittel 4.6, samt ved utarbeidelsen av framtidsregnskap i kapitel 9.

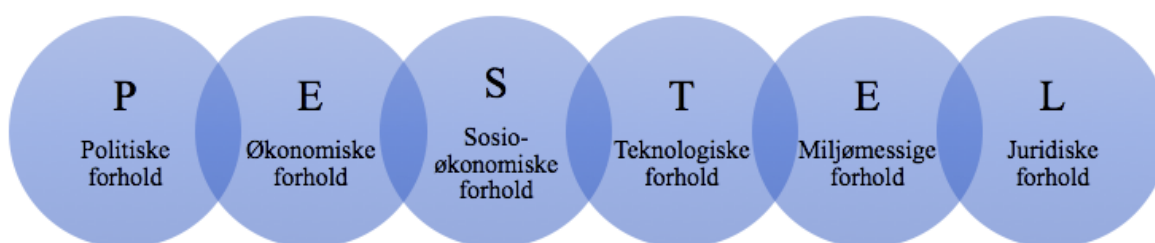
Isolert sett har de nevnte analysene alle sine begrensninger. Ved å kombinere analysemetodene, forsøker vi å minske virkningen av begrensninger i de ulike analysene. Vi opparbeider oss dermed en bred forståelse av alle aspekter ved dagligvarebransjen og REMA 1000.

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

Vi vil i dette kapittelet gjennomføre en ekstern bransjeorientert analyse. Ved å utføre en ekstern analyse, søker vi å identifisere faktorer og forhold som påvirker dagligvarebransjen som *helhet*. Dette er altså forhold som er til felles for alle aktørene i bransjen. En eventuell bransjefordel eller –ulempe vil følgelig gjelde for bransjen som *helhet*, og er ikke særegent for en spesiell virksomhet (Knivsflå, 2017, F2, s. 27). Den eksterne analysen består av en PESTEL-analyse og Porters femkraftsmodell, og bygger også på forhold identifisert i kapittel 2.3 og 2.4.

4.2.1 PESTEL – analyse

Vi vil i denne delen gjennomføre en PESTEL-analyse. En PESTEL-analyse kan defineres som et strategisk verktøy for å analysere hvilke ytre faktorer som påvirker en bestemt bransje som *helhet* (Hill & Jones, 2010, s. 64). Analysen har altså to grunnleggende funksjoner: Den identifiserer det makroøkonomiske miljøet virksomheter opererer i, og gir informasjon som gjør det mulig for virksomhet å forutsi hvilke situasjoner som kan oppstå i fremtiden. En PESTEL-analyse består av *politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige, og juridiske* forhold som påvirker bransjen. Rammeverket for PESTEL analysen er oppsummert i figuren under.



Figur 4.2 – PESTEL-analyse

Politiske og juridiske forhold

For dagligvarebransjen har vi tidligere omtalt *myndighetsreguleringer* og *importrestriksjoner* som særlig viktige forhold. Disse faktorene er nærmere beskrevet i kapittel 2.3.

Myndighetsreguleringer

Den høye konsentrasjonen i dagligvarebransjen gjør regulering av bransjen høyaktuell. De to viktigste myndighetsreguleringene for dagligvarebransjen er *Konkurransetilsynet* og *Forbrukerrådet*. Konkurransetilsynet fører strengt tilsyn med bransjen, og har myndighet til

både å forhindre oppkjøp og fusjoner. Dette kan vider føre til innskrenkning for videre vekst for bransjen. Konkurransetilsynet grep blant annet inn i Coop sitt oppkjøp av ICA, hvor Coop kun fikk overta ICA mot at et gitt antall dagligvarebutikker ble solgt til Bunnpris og NorgesGruppen (Konkurransetilsynet, 2015a). Vi anser påvirkningskraften til Konkurransetilsynet som *stor*.

Påvirkningskraften til Forbrukerrådet anses som *moderat*. Vi begrunner dette med at Forbrukerrådet ikke kan gripe *direkte* inn i situasjoner de anser som skadende for forbrukerne. Forbrukerrådet kan imidlertid påvirke dagligvarebransjen indirekte, blant gjennom å bidra til økt pristransparens. Økt pristransparens kan videre føre til større konkurranse mellom dagligvarekjedene, ettersom det blir enklere for forbrukerne å sammenligne varer og priser.

Importrestriksjoner

Som nevnt i kapittel 2.3 har Norge et svært strengt importvern for norske landbruksprodukter. Importvernet har bidratt til lavere konkurranse og høy markedskonsentrasjon i leverandørleddet, og dermed gitt leverandørene muligheten til å ta ut høyere priser enn de ellers ville hatt mulighet til. Det norske importvernet har også medført at det er mange produkter som er dyre for dagligvarebransjen å importere. Dette har igjen ført til at enkelte butikkjeder har hatt problemer med å etablere seg på det norske dagligvaremarkedet. Et eksempel på betydningen av det strenge importvernet er Lidl's mislykkede forsøk på å etablere seg på det norske markedet. Dette omtales nærmere i Porters femkraftsmodell. Vi anser derfor importvernet som en faktor som har *stor* påvirkning på dagligvarebransjen. Importvernet forventes også å være en sterk påvirkning i fremtiden. Påvirkningen av politiske og juridiske forhold oppsummeres i figuren under:

Argument	Grad av påvirkning
Myndighetsreguleringer kan føre til innskrenkninger for videre vekst og økt konkurranse	Stor
Importrestriksjoner fører til høy markedskonsentrasjon i leverandørleddet	Stor
Konklusjon politiske og lovmessige forhold	Stor

Tabell 4.3 – Politiske og juridiske forhold og påvirkning på dagligvarebransjen

Økonomiske forhold

Vi har i kapittel 2.3 identifisert følgende økonomiske forhold som relevant for dagligvarebransjen: *Prisnivå og prisutvikling, kjøpekraft og økning i internasjonal råvarepriser*. Vi vil her se nærmere på hvilken effekt disse økonomiske forholdene har på dagligvarebransjen.

Prisutvikling og kjøpekraft

Analysen av makroforholdene i kapittel 2.3 viser en stor økning i både det generelle *prisnivået* og priser på mat- og alkoholfrie drikkevarer. Analysen viser også at *kjøpekraften* til norske forbrukere er svekket over de siste to årene. Vi anser disse forholdene som å ha *liten/middels* påvirkningskraft. Begrunnelsen for dette, er at til tross for at økonomisk teori tilsier at økte priser på mat- og drikkevarer fører til lavere etterspørsel, er mat- og drikkevarer et nødvendighetsgode og dekker primærbehov. Dette betyr at omsetningen i dagligvare er mindre utsatt for økte priser/svekket kjøpekraft enn varer som bærer preg av å være luksusgoder (Virke Dagligvare, 2015, s.18). Dette tyder på at økte priser og svekket kjøpekraft vil ha *begrenset påvirkning* på bransjen.

Til tross for at dagligvarebransjen i mindre grad er påvirket av konjunktursvingninger, mener vi likevel at dette vil ha en viss effekt på bransjen. Erfaringer har vist at forbrukernes atferd raskt endres ut fra konkrete hendelser i både norsk og global økonomi. Et eksempel på endringer i forbrukernes atferd er finanskrisen. Kundene er langt mer prisbevisste i sine innkjøp og velger i økt grad de billigste produktene fremfor mer profilerte merkevarer (NOU 2011:4, s.51). Undersøkelser viser i tillegg at forbrukerne legger større vekt på pris når de velger hvilken dagligvareforretning de handler i (NHO Handel, 2012, s. 20). Vi vurderer derfor økonomiske forhold til å ha *middels* påvirkningskraft på dagligvarebransjen.

Internasjonal råvareprisøkning

Angående *internasjonal råvareprisøkning*, anser vi påvirkningen på dagligvare til *begrenset*. Dette begrunnes i det strenge importvernet. Til tross for at det norske systemet for tollvern gjør at virkningen av internasjonale råvareprisøkninger, vil likevel råvarer som ikke produseres i Norge bli påvirket av prisendringer. Dette gjelder typisk råvarer som mais, sukker, kaffe og te. Det samme gjelder for såkalte industrielt bearbejdede råvarer (RÅK-varer) (Konkurransetilsynet, 2009, s. 121). RÅK-varer inkluderer bakervarer, sukkervarer, supper, sauser, pizza o.l. (Landbruksdirektoratet, 2017). Dette betyr at til tross et skjermet norsk dagligvaremarked, vil det være enkelte matvaregrupper som vil påvirkes av internasjonale prisendringer. Påvirkningen på dagligvarebransjen anses derfor som *liten/middels*. Påvirkningskraften til de økonomiske forholdene oppsummeres i figur 4.4:

Økonomiske forhold	Grad av påvirkning
Økt prisnivå svekker etterspørselen etter dagligvarer	Liten
Svekket kjøpekraft svekker etterspørselen og endrer forbrukeratferd	Middels
Økning i internasjonale råvarepriser gjør enkelte varekategorier dyrere	Liten/middels
Konklusjon økonomiske forhold	Liten/middels

Figur 4.4 – Økonomiske forhold og påvirkning på dagligvarebransjen

Sosiokulturelle forhold

Som nevnt i kapittel 2.3, anser vi at sosiokulturelle forhold er av *begrenset* viktighet for den strategiske fordelen til Rema 1000. Vi vil derfor kun gi en kort oppsummering av forholdene og deres påvirkningskraft på dagligvarebransjen.

Vi har identifisert økt befolkningsvekst, demografiske inndelinger, forbrukertrender og grensehandel som forhold som påvirker dagligvarebransjen. Foruten grensehandel, anses disse å ha *liten* påvirkning på bransjen. I løpet av ett år, legger nordmenn igjen et større beløp på grensehandel enn hele omsetningen til Bunnpris (SSB, 2017c). Grensehandel fører altså til tapt omsetning for dagligvarebransjen. Vi anser imidlertid grensehandelens virkning på dagligvarebransjen som helhet som *middels*. Dette begrunnes i grensehandelens geografiske lokasjon, som gjør det vanskelig for deler av Norges befolkning å handle over grensen. Oppsummeringen av de sosiokulturelle forholdene oppsummeres i figuren under:

Argument	Grad av påvirkning
Økt befolkningsvekst fører til økt etterspørsel og vekstmuligheter for fremtiden	Liten
Demografiske inndelinger er viktige for å tilrettelegge for ulike kundegrupper	Liten
Forbrukertrender kan gi muligheter for differansiering og fremtidig vekst	Liten
Grensehandel kan føre til mindre omsetning for dagligvarebransjen	Middels
Konklusjon sosiokulturelle forhold	Liten

Figur 4.5 – Sosiokulturelle forhold og påvirkning på dagligvarebransjen

Teknologiske forhold

Vi har i kapittel 2.3 trukket frem Big data og digitalisering, automatisering og robotisering som teknologiske forhold som påvirker bransjen. Ettersom det er få og store aktører i dagligvarebransjen, er det viktig å fange opp endringer i konsumentenes handlemønster for både å forsvare og kapre nye markedsandeler. BIG data vil være derfor viktig for å kartlegge disse endringene tidligst mulig.

I en bransje med middels/små marginer, vil også digitalisering, automatisering og robotisering kunne ha en innvirkning. Automatisering og robotisering av manuelle prosesser vil kunne føre

til mer effektive prosesser, sparte kostnader og dermed føre til økte marginer. Å effektivisere prosesser gjennom digitalisering, automatisering og robotisering vil derfor være viktig for videre vekst for bransjen. Til tross for at disse forholdene anses som viktige for bransjen, antar vi likevel at virkningen av disse forholdene ikke vil være veldig store. Vi vurderer derfor at teknologiske forhold har middels påvirkning på bransjen. Disse vurderingene er oppsummert i figuren under:

Argument	Grad av påvirkning
BIG data er viktig for å kartlegge endringer i forbruksmønster	Middels
Automatisering, digitalisering og robotisering er viktig for videre vekst	Middels
Konklusjon teknologiske forhold	Middels

Figur 4.6 – Teknologiske forhold og påvirkning på dagligvarebransjen

Miljømessige forhold

Avslutningsvis i kapittel 2.3, har vi identifisert miljømessige forhold som påvirker dagligvarebransjen. Disse forholdene anses heller ikke å være blant de mest viktige for dagligvarebransjen. Disse faktorene diskuteres derfor i korte trekk og oppsummeres i figur 4.7.

Global oppvarming vil kunne føre til svekket økonomisk vekst og økte priser på dagligvare. Vi anser denne effekten *liten* og begrunner dette med samme argument som de økonomiske forholdene: Dagligvarebransjen er i mindre grad påvirket av konjunktursvingninger, og effekten av klimaendringer på bransjen vil derfor være begrenset. Videre er matavfall diskutert som en miljømessig faktor som påvirker bransjen. Økt fokus på reduksjon av matsvinn kunne føre til kostnadsbesparelser, noe som kan føre til vekstmuligheter i framtiden. Vi anser også graden av påvirkning på dagligvarebransjen som *liten*.

Argument	Grad av påvirkning
Global oppvarming fører til svekket økonomi og høyere priser	Liten
Fokus på matavfall/matsvinn fører til økte vekstmuligheter for framtiden	Liten
Konklusjon miljømessige forhold	Liten

Figur 4.7 – Miljømessige forhold og påvirkning på dagligvarebransjen

Oppsummering PESTEL-analyse

Basert på overnevnte diskusjon oppsummeres PESTEL-analysen i tabellen under:

Argument	Grad av påvirkning
Politiske og lovmessige forhold	
Myndighetsreguleringer kan føre til innskrenkninger for videre vekst og økt konkurranse	Stor
Importrestriksjoner fører til høy markedskonsentrasjon i leverandørleddet	Stor
Konklusjon politiske og lovmessige forhold	Stor
Økonomiske forhold	
Økt prisnivå svekker etterspørselen etter dagligvarer	Liten
Svekket kjøpekraft svekker etterspørselen etter dagligvare	Liten
Økonomiske nedgangstider fører til endret forbrukeratferd	Middels
Økning i internasjonale råvarepriser gjør enkelte varekategorier dyrere	Liten/middels
Konklusjon økonomiske forhold	Liten/middels
Sosiokulturelle forhold	
Økt befolkningsvekst fører til økt etterspørsel og vekstmuligheter for fremtiden	Liten
Demografiske inndelinger er viktige for å tilrettelegge for ulike kundegrupper	Liten
Forbrukertrender kan gi muligheter for differansiering og fremtidig vekst	Liten
Grensehandel kan føre til mindre omsetning for dagligvarebransjen	Middels
Konklusjon sosiokulturelle forhold	Liten
Teknologiske forhold	
BIG data er viktig for å kartlegge endringer i forbruksmønster	Middels
Automatisering, digitalisering og robotisering er viktig for videre vekst	Middels
Konklusjon teknologiske forhold	Middels
Miljømessige forhold	
Global oppvarming fører til svekket økonomi og høyere priser	Liten
Fokus på matavfall/matsvinn fører til økte vekstmuligheter for fremtiden	Liten
Konklusjon miljømessige forhold	Liten

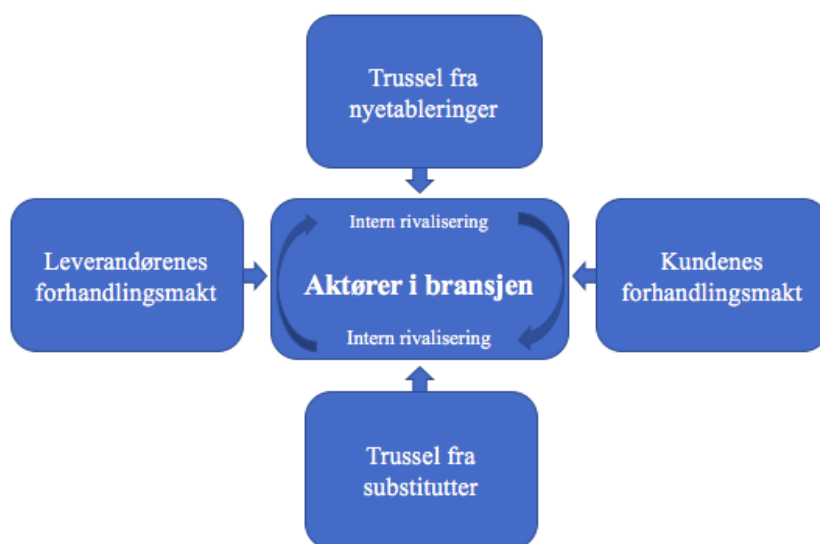
Tabell 4.8 – Oppsummering av PESTEL-analysen

Som analysen tyder på, er det mange forhold som kan påvirke dagligvarebransjen. Vi ønsker her å trekke frem *myndighetsreguleringer* som en faktor som har stor påvirkning på bransjen. Vi har i den foregående analysen trukket frem Konkurransetilsynet som kan føre til innskrenkninger på videre vekst. Kanskje like viktig, er *importrestriksjoner*. Importrestriksjonene har ført til høye barrierer for nye aktører som ønsker å etablere seg på markedet. Dette er nærmere omtalt i delkapittel 4.2.2. Vi ønsker også å trekke frem *teknologiske forhold*. Grunnet den høye konkurransen i bransjen, vil aktørenes evne til å fange opp endringer i forbrukerens handlemønster raskt, trolig være viktig for videre vekst. Også automatisering og robotisering av manuelle prosesser kunne føre til sparte kostnader og dermed øke marginer. I delkapittel 4.2.3 ser vi nærmere på hva disse forholdene har å si for bransjefordelen til dagligvarebransjen.

Til tross for at PESTEL-analysen danner et viktig grunnlag for forstå makromiljøet en virksomhet opererer i, har analysen sine begrensninger og må derfor suppleres av flere analyser. I det kommende delkapittelet vil vi derfor benytte rammeverket til Michael Porter (1979), før vi gjennomfører en intern strategisk analyse i kapittel 4.3.

4.2.2 Porters femkraftsmodell

I denne delen vil vi se nærmere på hvilke faktorer som påvirker konkurransesituasjonen i dagligvarebransjen, og dermed også lønnsomheten i bransjen. Et nyttig, mye brukt rammeverk for å analysere konkurransesituasjonen i en bransje ble utviklet av Michael E. Porter, nemlig Porters femkraftsmodell. Porters femkraftsmodell, analyserer lønnsomheten av en industri på bakgrunn av fem ulike konkurransekrefter. Disse konkurransekreftene inkluderer *trussel fra nyetableringer*, *intern rivalisering*, *substitutter*, *leverandørenes forhandlingsmakt* og *kjøpernes forhandlingsmakt* (Porter, 1979). De fem konkurransekreftene er oppsummert i figur 4.9. Dette rammeverket er nyttig for å for å analysere lønnsomhetsnivået i bransjen, og dermed også attraktiviteten til en bransje (Knivsflå, 2017, F2, s. 35). Den kommende analysen bygger på forhold identifisert i kapittel 2.3 og 2.4.



Figur 4.9 – Porters femkraftsmodell

Trussel fra nyetableringer

Den første konkurransekraften i Porters femkraftsmodell er trusselen fra nyetableringer. Nyetableringer er selskaper som enten har startet opp, eller som truer med å starte opp virksomhet i en bestemt bransje (Barney, 2014, s. 51). Nyetableringer fører til økt konkurranse i bransjen, som igjen vil redusere lønnsomheten til de eksisterende virksomhetene i bransjen. I hvilken grad nye aktører utgjør en trussel mot de eksisterende virksomhetene i en bransje, avhenger av hvor lett det er å etablere seg i bransjen. Vi vil derfor analysere *etableringshindrene* i dagligvarebransjen. Etableringshindre er egenskaper ved en bransje som gjør det vanskeligere for nye aktører å etablere seg. Jo høyere disse etableringshindrene er, jo vanskeligere er det for nye aktører å etablere seg. For dagligvarebransjen ønsker vi å trekke

frem *stordriftsfordeler* og *vertikal integrasjon* som viktige etableringshindre, jf. kapittel 2.3. Felles for disse er at de fører til økte kostnadsbesparelser og samordningsgevinster, noe som gjør det mulig for kjedene å sette lavere priser enn nye aktører. Vi vil i tillegg trekke frem *importvernet* og *tilgang på butikklokaler* som viktige etableringshindre.

Stordriftsfordeler og leverandøravtaler

Stordriftsfordeler eksisterer dersom det å ha et høyt volum av en bestemt aktivitet gir opphav til lavere gjennomsnittskostnader (Oslo Economics, 2017, s. 21). Varekostnad til leverandører er den desidert største kostnadsposten for dagligvarekjedene. Samtidig er marginene i bransjen forholdsvis lave, mens volumet og omløpshastigheten er høy. Dette betyr at nye aktører vil være avhengig av et høyt volum for å kunne dekke de faste kostnadene (Oslo Economics, 2017, s. 41). Stordriftsfordeler fungerer dermed som et etableringshinder ved å tvinge nyetableringer til enten å entre markedet i stor skala, eller til å måtte akseptere en kostnadsulempe i markedet (Porter, 1979, s. 138).

Gjennom *leverandøravtaler*, har dagligvarekjedene anledning til å forhandle seg frem til gode innkjøpspriser og betingelser fra leverandørene. Dette fungerer som et etableringshinder ettersom nye aktører som ønsker å etablere seg ikke vil kunne konkurrere med like lave priser som dagligvarekjedene, uten å akseptere lavere marginer (Konkurransetilsynet, 2009, s. 117). Leverandøravtaler kombinert med stordriftsfordeler medfører derfor høye etableringshindre for nye aktører.

Tilgang på butikklokaler

Vi har i kapittel 2.2.3 beskrevet handlemønstret til norske forbrukere som små og hyppige innkjøp, noe som gjør at forbrukere er svært opptatt av beliggenhet når de handler dagligvarer. I Nærings- og Fiskeridepartementets rapport fra 2017 vises det til at det er særlig mangel på attraktive butikklokaler i de store byene. Dette kan bety et etableringshinder for nyetableringer dersom de ikke får tilgang til attraktive lokaler, og dermed ikke får samme tilgang til kundemassene (Oslo Economics, 2017, s. 42). For nyetableringer som ikke lykkes med å tilegne seg attraktive lokaler, og samtidig må operere med høyere varekostnader enn de etablerte paraplykjedene, vil dette kunne utgjøre en vesentlig etableringsbarriere.

Vertikal integrasjon

Vertikal integrasjon innebærer at uavhengige ledd i den vertikale kjeden blir en del av samme enhet. I Norge skjer vertikal integrasjon både ved at dagligvarekjedene integrerer

leverandørleddet, men også ved at kjedene i større grad overtar grossistvirksomheten. Dette kan føre til bedre koordinering internt i den vertikale kjeden og forhindre dobbel marginalisering (Gabrielsen mfl., 2013, s.37). Vertikal integrasjon kan dermed føre til at kjeden oppnår effektivitetsgevinster og kostnadsbesparelser.

For dagligvarebransjen, fungerer vertikal integrasjon som etableringshindre på to måter: For det første, fører vertikal integrasjon til at dagligvarekjedene oppnår større kontroll over verdikjeden. Kjedene er dermed i stand til å realisere effektivitetsgevinster i både leverandør- og grossistleddet. Gjennom oppnådde effektivitetsgevinster, er dagligvarekjedene derfor i stand til å sette lavere priser enn konkurrentene (Konkurransetilsynet, 2009, s. 117). Vertikal integrasjon fungerer dermed som et etableringshinder, ettersom nye aktører ikke klarer å sette like lave priser uten å tape marginer.

For det andre, fungerer vertikal integrasjon også som et etableringshinder ved å fjerne tilgangen til grossister i den norske dagligvarebransjen. Ved at grossistfunksjonen er integrert i dagligvarekjedene, vil ikke nye aktører i markedet ha alternative fullsortimentsgrossister å henvende seg til. For å få tilgang til grossistfunksjonen må dermed nye aktører inngå avtaler med de eksisterende dagligvarekjedene eller opprette komplett grossistfunksjon selv (Konkurransetilsynet, 2009, s. 117). Begge disse alternative tilnærmingene fører til en betydelig etableringsbarriere: Å inngå avtale med en eksisterende kjede fungerer som etableringsbarriere ettersom man inngår i et avhengighetsforhold med en direkte konkurrent. Videre vil det å opprette en komplett grossistfunksjon være en svært kostnadskrevende. Begge disse virkningene av vertikal integrasjon fører dermed til at det er vanskelig for nye aktører å etablere seg på det norske dagligvaremarkedet.

Importvernet

Avslutningsvis kan også importvernet fungere som en etableringshindring. En utenlandsk aktør som ønsker å etablere seg i Norge, vil som utgangspunkt kunne ta fordel av sine eksisterende avtaler med leverandører og oppnå stordriftsfordeler ved å importere egne merkevarer (Konkurransetilsynet, 2009, s. 118). Det sterke importvernet i Norge fører imidlertid til at dette ikke lenger blir kostnadseffektivt, slik at utenlandske aktører ikke lenger kan nytte godt av eksisterende leverandøravtaler. Utenlandske aktører blir dermed avhengig av norske leverandører. Resultatet av importvernet er at nye aktører ikke kan tilby de samme lave prisene som dagligvarekjedene uten å oppnå lavere marginer.

Importvernet og dets implikasjon for utenlandske aktører kan demonstreres ved Lidl's mislykkede forsøk på etablering i Norge. Det tysklandbaserte selskapet Lidl forsøkte i 2004 å etablere seg i Norge som en nasjonal kjede. Lidl baserte sine innkjøp i stor grad på sine utenlandske leverandører. Dette førte til at Lidl ble rammet av høye tollsatser ved importen av sine utenlandske varer, og kunne ikke lenger tilby de samme lave prisene. I 2008 måtte Lidl se seg slått, og endte opp med å selge sin virksomhet i Norge til Rema 1000 (Konkurransetilsynet, 2009, s. 118).

Tilgrensede sektorer

Til tross for høye etableringsbarrierer, ønsker vi å trekke frem *andre aktører* som kan opparbeide seg markedsandeler i dagligvarebransjen. Til tross for få aktører i dagligvarebransjen, ser vi et økt konkurransepress fra tilgrensede sektorer. Det er særlig et økende antall aktører som tilbyr nettbasert dagligvarehandel (eksempelvis Adams Matkasse, Godt Levert og Kolonial.no). Videre ser vi også en økning i mathaller og bondens marked, og at faghandel som Europris i større grad tilbyr dagligvareprodukter (bransjegliding) (NorgesGruppen 2017c). Til tross for at disse kanalene kun utgjør en liten del av det totale forbruket, kan denne utviklingen føre til en større trussel i fremtiden.

Oppsummering trussel fra nyetableringer

Oppsummert mener vi at *stordriftsfordeler, mangel på attraktive lokaler og vertikal integrasjon* demper trusselen fra potensielle nye aktører i dagligvarebransjen betraktelig. Kanskje enda viktigere er *importvernet*, som fører til at særlig utenlandske aktører har problemer med å etablere seg på det norske dagligvaremarkedet. Vi vurderer dermed etableringsbarrierene for *høye* og trusselen for nye aktører som *lav*.

NorgesGruppen mener i sin rapport av 2017 kalt «Konkurranse», at det ikke er noen vesentlige etableringshindringer i det norske dagligvaremarkedet foruten forhold knyttet til importvernet (NorgesGruppen, 2017c). Dette stiller vi oss dermed uenige til. De nevnte etableringsbarrierene, samt det faktum at paraplykjedene kontrollerer over 96 % av markedet tilsier noe helt annet. Videre viser også erfaringer med nyetableringer at både etablering og ekspansjon i det norske markedet er vanskelig. På nasjonalt nivå har det vært hele tre dagligvarekjeder som har mislyktes med sin etablering i det norske dagligvaremarkedet. Som nevnt endte Lidl opp med å selge hele sin virksomhet i Norge til Rema 1000. Videre har aktører som SmartClub og ICA også endt opp med å legge ned/selge sin virksomhet i Norge. Dette underbygger vår vurdering.

Intern rivalisering

Den andre miljøtrusselen i Porters femkraftsmodell er *intern rivalisering*. Høy grad av intern rivalisering fører generelt til reduserte marginer og økt kostnadsnivå, og dermed til at en bransje blir mindre lønnsom (Barney, 2014, s. 62). Generelt anser Barney (2014) konkurranseintensiteten som høy når følgende forhold er til stede:

1. Stort antall konkurrerende virksomheter i bransjen,
2. Konkurrerende virksomheter er av samme størrelse
3. Lav bransjevekst
4. Mangel på differensiering
5. Periodevis ekstra kapasitet

Tilsvarende kan også et høyt nivå av intern rivalisering kjennetegnes av pris- og tilbudskrig, hyppig introduksjon av nye produkter og hyppige reklamekampanjer. Videre vil vi se nærmere på forhold som vi anser som relevant for dagligvarebransjen.

Antall og størrelse på virksomhetene i en bransje

For det første har intern rivalisering en tendens til å være høy når det er mange virksomheter i en bransje, og når disse virksomhetene er av omtrent samme størrelse. Generelt er det slik at jo flere bedrifter som konkurrerer om kundene, desto lengre må bedriftene strekke seg for å vinne kundene. En virksomhets makt i en bransje vurderes dermed å være avtakende med økende antall bedrifter i et marked. Som nevnt i kapittel 2.4, består dagligvarebransjen av tre store aktører. Disse tre kjedene er forholdsvis sterke og jevnstore. NorgesGruppen er i front med en markedsandel på 42,3 %, etterfulgt av Coop (29,4 %) og Rema 1000 (24,4 %). Til tross for at det kun er tre store aktører, kan styrkeforholdet og størrelsen på aktørene antyde *høy konkurranseintensitet*. Dette synes også å være inntrykket til Nærings- og fiskeridepartementets rapport av 2017 (Oslo Economics, 2017).

Heller ikke forholdet mellom paraplykjedene er statisk. Til tross for at NorgesGruppen er desidert størst, har både Rema 1000 og Coop opplevd sterk vekst de siste årene. Denne utviklingen kan tolkes som om konkurransen i markedet er tilfredsstillende.

På den annen side, kan bransjen også anses som mindre konkurranseintens. Med kun tre store aktører og en konsentrasjonsindeks (HHI) på over 2500¹, anses dagligvarebransjen som svært konsentrert. Dagligvarekjedene har dermed god oversikt over konkurrentenes priser og produktutvalg. Dette kan tyde på økte muligheter for konkurransedempende samarbeid, herunder *stilltiende prissamarbeid* (NOU 2011:4, s. 32). Den høye markedskonsentrasjonen kan dermed resultere i svekket konkurranse mellom aktørene i bransjen (NOU 2011:4, s. 97). Bortfallet av Lidl, SmartClub og ICA har videre redusert konkurransepresset, noe som kan gjøre det enklere å koordinere prissettingen. Vi må derfor analysere flere forhold for å kunne si noe om konkurranseintensiteten i dagligvarebransjen.

Pris- og tilbudskrig

Så lenge det har eksistert dagligvarebutikker, har det eksistert priskrig. Allerede en septemberdag i 1964 rapporterte mediene om priskrig i matvarebransjen i Oslo (DN, 2017b). I dag endres dagligvarepriser hyppig, og det gjennomføres ofte kampanjer og prisnedsettelse i butikk (NorgesGruppen, 2017c). Vi ser spesielt hyppige pris- og tilbudskriger rundt de ulike sesongene. Eksempler er tilbud på jordbær og grillmat om sommeren, is og pølser rundt 17. mai, ribbe og rødkål til jul og marsipan til påske. Senest i år var det priskrig på smågodt, rett før halloween (Dagligvarehandelen, 2017b). Videre har alle dagligvarekjedene uttalt at deres lavprissegmenter skal være billigst, noe som har ført til hyppige prisbevegelser. Senest i januar 2017 uttalte kommunikasjonsdirektør Kristine Aakvang Arvini i Kiwi følgende:

«Vi i Kiwi slåss hver dag, hele året, for å være billigst på alle varer. I tillegg til selv å presse prisene, sjekker vi prisene til våre lavpriskonkurrenter hver dag. Dersom vi oppdager at de selger en vare billigere enn oss, senker vi prisene tilsvarende eller mer. Vi lover å aldri gi oss på pris.» (VG, 2017a).

Også Coop har informert om at de kan endre pris på sentrale dagligvarer opp til seks ganger om dagen (Hegnar, 2015). Disse tendensene kan tyde på *høy konkurranseintensitet* mellom dagligvarekjedene, spesielt i lavprissegmentet.

Hyppig introduksjon av nye produkter og EMV

Dagligvarebransjen er videre preget av hyppig introduksjon av nye produkter. Hele tre ganger i året slippes nye mat- og drikkeprodukter fra matprodusentene ut i markedet, og i februar, mai

¹ HHI: Herfindahl- Hirschman Index, et mål på konsentrasjonen i markedet. $HHI = \sum_{i=1}^N s_i^2$, hvor s er markedsandel for hver enkelt virksomhet og i antall virksomheter i markedet.

og september lanseres hundrevis av matnyheter i butikk. I følge tall fra kjedene selv, gjennomføres det om lag 2000 nylanseringer per år innenfor kategorien mat- og drikkevarer (NOU 2011:4, s. 74). Også dette kan antyde *høy* konkurranseintensitet mellom dagligvarekjedene.

Videre er også fremveksten av EMV et tegn på høy konkurranse mellom dagligvarekjedene. Dagligvarekjedenes egne merkevarer utgjør en økende andel av dagligvarekjedenes omsetning. Bare fra 2010 til 2015 er verdiandelen innenfor EMV nesten doblet, og i 2016 utgjør EMV over 15 % av den totale omsetningen i dagligvare (Dagligvarehandelen, 2016). Dette er også omtalt i blant annet delkapittel 2.2.3 og 2.3.1. EMV fører til økt diversifisering, både i pris og i produktegenskaper, og kan etter vår oppfatning derfor representere et forsøk på å differensiere seg i et marked med høy konkurranse om kundene.

Oppsummering intern rivalisering

Oppsummert kan det sies at få aktører og høy markedskonsentrasjonen i bransjen kan tyde på høy konkurranseintensitet i bransjen. På den annen side, kan dette også være karakteristika på et marked hvor stilltiende samarbeid eksisterer, noe som tyder på at konkurransen likevel er svakere. Det er imidlertid høy pris- og tilbudskrig i bransjen, særlig innen lavprissegmentet, samt hyppig introduksjon av nye produkter. Dette synes å støtte at det er høy konkurranse i bransjen. Vi konkluderer derfor med at det er *middels/høy* konkurranseintensitet mellom aktørene i bransjen, og særlig *høy* konkurranseintensitet i lavprissegmentet.

Leverandørenes forhandlingsmakt

Den tredje trusselen i femkraftsmodellen er *leverandørenes forhandlingsmakt*. Leverandørene står for et bredt utvalg av råvarer, arbeidskraft og andre kritiske innsatsfaktorer for virksomhetene. Ved å øke prisene eller redusere kvaliteten på disse innsatsfaktorene, kan leverandørene derfor true hvor godt en virksomhet gjør det i en bestemt bransje (Barney, 2014, s. 64). Når det gjelder leverandørenes forhandlingsmakt, er det flere faktorer som *styrker* leverandørenes forhandlingsmakt i dagligvaremarkedet. På den annen side er det også flere faktorer som *svekker* leverandørenes forhandlingsmakt. Vi vil her ta for oss faktorer som styrker leverandørmakten, før vi ser nærmere på faktorer som svekker leverandørmakten.

Importvernet

Leverandørledet i dagligvarebransjen er preget av sterk markedskonsentrasjon, og for enkelte kategorier finnes det kun én eller få store leverandører (Konkurransetilsynet, 2009, s. 113). En

av grunnene til denne sterke konsentrasjonen er det sterke importvernet for norske landbruksprodukter. Dette er nærmere omtalt i kapittel 2.3.1. Eksempler på sterke merkevarer er Tine, Orkla, Nortura og Mills. Med kun én eller få leverandører av enkelte matvarer, er dagligvarekjedene avhengige av disse leverandørene for å få enkelte merker ut i butikkhyllene. Importvernet bidrar dermed til å *styrke* leverandørens forhandlingsmakt overfor dagligvarekjedene.

Leverandøravtaler

Videre kan også leverandøravtaler *styrke* leverandørens forhandlingsmakt. Ved at en dagligvarekjede avtaler med leverandørene at kjeden kun skal kjøpe produkter fra denne ene leverandøren (eksklusivitetsavtaler), kan en leverandør oppnå mindre konkurranse i butikkhyllene fra andre leverandører. Jo mindre konkurranse fra andre leverandører, jo høyere priser kan leverandørene sette og fortsatt oppnå like stort volum. Et eksempel på dette er Remas «Bestevenn- strategi». Denne strategien går ut på at Rema 1000 kun inngår avtale med én leverandør om levering av en eller flere produktkategorier. Ved å være Remas «Bestevenn», har man derfor ingen konkurrerende leverandører. Vi vurderer derfor at leverandøravtaler kombinert med høy markedskonsentrasjon kan *styrke* leverandørens forhandlingsmakt overfor dagligvarekjedene.

Forhandlingene

Det er i tillegg flere forhold som *svekker* leverandørens forhandlingsmakt. For det første har dagligvarekjedene stor makt gjennom forhandlingene med leverandørene. Med bare tre store dagligvareaktører, fungerer dagligvareaktørene som en slags *portvokter* for leverandørene. Leverandørene er avhengige av å få sine produkter ut i dagligvarekjedenes butikker for å få solgt dem. Når dagligvarekjedene gjennom forhandlingene treffer beslutninger om hvilke produkter som skal føres i deres butikker, avgjør de samtidig hvilke produkter, og dermed hvilke leverandører, som når ut til forbrukerne (Konkurransetilsynet, 2009, s. 118). Dette betyr at dagligvarekjedene har makt til å holde enkelte leverandører helt ute av dagligvarekjedens butikker. Denne kontrollen skaper et press på produsentene om å være konkurransedyktige på pris og å oppfylle andre deler av kjedens leveringsbetingelser (NILF, 2013, s. 63).

Egne merkevarer (EMV)

Videre kan også fremveksten av EMV bidra til at leverandørens forhandlingsmakt *svekket*. Som nevnt kan dagligvarekjedene i stor grad bestemme varetilbudet i butikkene. Med fremveksten av EMV, er ikke dagligvarekjedene i like stor grad avhengige av produktene til

leverandørene (Gabrielsen mfl., 2013, s. 45). I tillegg er utviklingen av EMV en stor utfordring for leverandørene i form av at dagligvarekjedene i mange tilfeller blir konkurrenter med sine egne leverandører (Forbrukerrådet, 2016c, s. 9). Videre kan dagligvarekjedene gi en vesentlig bedre hylleplassering til sine egne produkter, til tross for at leverandørens produkter har større omsetning og inntjening. EMV bidrar dermed til å øke konkurransen på leverandørleddet, og gjør det derfor mulig for kjedene opprettholde et kontinuerlig press på leverandørene.

Oppsummering leverandørens forhandlingsmakt

Oppsummert tilsier det faktum at dagligvarekjedene fungerer som portvokter overfor leverandørene og utviklingen av EMV en *lav* leverandørmakt. På den annen side kan dette til en viss grad elimineres gjennom leverandøravtaler med dagligvarekjedene. I tillegg fører det strenge importvernet til at dagligvarekjedene fortsatt er avhengige enkelte nasjonale merkevarer som står sterkt hos norske forbrukere. Til tross for at disse faktorene til en viss grad veier opp for portvoktermakten til dagligvarekjedene, vurderer vi likevel leverandørens forhandlingsmakt som *lav*. Vi begrunner dette med strukturen i dagligvaremarkedet. Med tre store paraplykjeder, er leverandørene avhengig av hver enkelt kjede og enhver trussel om delisting vil være svært alvorlig for en leverandør. Til syvende og sist er det dagligvarekjedene som bestemmer hvilke produkter som kommer ut i hyllene, og dermed hvilke leverandører som når ut til forbrukerne.

Kjøpernes forhandlingsmakt

Den fjerde trusselen i Porters femkraftsmodell er *kjøpernes forhandlingsmakt*. Som begrepet antyder, innebærer kjøpernes forhandlingsmakt at en kjøper har makt til å påvirke betingelsene en vare blir kjøpt for (Gabrielsen, mfl., 2013, s. 8). Barney (2014) påpeker at kjøpernes forhandlingsmakt vil øke dersom følgende forhold er tilstede (Barney, 2014, s. 66).

1. Få kjøpere har tilgang til mange leverandører,
2. Produktet eller tjenesten er udifferensierte eller standard,
3. Kundernes byttekostnader er lave og/eller
4. Kjøper er prissensitiv

Som tidligere nevnt, er dagligvarebransjen preget av et fåtall store dagligvarekjeder. Dette tilsier at forbrukerne har få alternative leverandører å velge mellom. Grunnet den svært høye markedskonsentrasjonen, kontrollerer de tre dagligvarekjedene også hvilke valgmuligheter forbrukerne har når det gjelder tilbudet av mat og drikke. Vi har tidligere nevnt i kapittel 2.2.3

at forbrukerne også har svært få alternativer i form av spesialforretninger. Dette tyder på *svak* forbrukermakt, ettersom forbrukerne har få valgalternativer når de skal handle dagligvarer.

Selv om det finnes store variasjoner i vareutvalget mellom de ulike butikkonseptene, kan utvalget i dagligvarebransjen betegnes som relativt homogent (NOU 2011:4, s. 75). Dette vil isolert sett føre til *økt forhandlingsmakt* for forbrukerne. Fremveksten av EMV vil imidlertid kunne begrense denne makten. På kort sikt kan EMV føre til økt diversifisering i en kategori, både i pris og i produktegenskaper (NOU 2011:4, s. 36). Denne økte diversifiseringen vil kunne *svekke forbrukernes* forhandlingsmakt til en viss grad, ettersom forbrukerne ikke vil kunne få tak i kjedenes egne merkevarer (EMV) i alle butikker.

Som nevnt i delkapittel 2.2.3 er butikk tettheten i Norge svært høy sammenlignet med andre europeiske land. Høy butikk tetthet kombinert med prisbevisste forbrukere, gjør at kundenes byttekostnader lave, slik at kundene enkelt velger bort den butikken som ikke er konkurransedyktig på pris. Denne lave kundelojaliteten *øker* kjøpernes forhandlingsmakt ettersom butikkene er avhengige av å være konkurransedyktig på pris for å tiltrekke forbrukeren. På den annen side, har flere rapporter påpekt at det er vanskelig for forbrukerne å sammenligne priser på mat. Forbrukerrådet viser til at dagligvarekjedenes lojalitetsprogrammer bidrar til å tilsløre prisbildet på mat. Dette gjør det vanskeligere for forbrukerne å ha oversikt over hva dagligvarer faktisk koster og å sammenligne priser mellom ulike varer (Forbrukerrådet, 2016a). Dette kan føre til at kundenes forbrukermakt likevel *svekkes* overfor dagligvarekjedene.

Oppsummering kjøpernes forhandlingsmakt

Oppsummert mener vi at kundens forhandlingsmakt i dagligvarebransjen er *lav*. Til tross for at det er få aktører i markedet med et relativt homogent produkt og lav byttekostnad, utlignes dette ved at forbrukerne har svært få valgalternativer når de skal handle dagligvarer. Grunnet den sterke markedskonsentrasjonen, kan dagligvarekjedene i tillegg bestemme hvilke produkter som er tilgjengelig for kundene.

Substitutter

Den siste trusselen i femkraftsmodellen er trusselen fra substitutter. Vi anser ikke substitutter til dagligvarer som særlig aktuelt. Begrunnelsen for dette, er at det eksisterer få reelle substitutter til mat- og drikkevarer. Dagligvarer som omsettes gjennom servicehandel, storhusholdning, og netthandel kan antakelig anses som substitutter. Disse sektorene dekker

en del av de samme behovene norske forbrukere har, og utøver derfor en viss grad av konkurransepress på dagligvarebransjen. Vi anser imidlertid ikke disse som direkte substitutter. Både netthandel og servicehandel står for en marginal del av dagligvareomsetningen i Norge (Virke dagligvare, 2015, s. 7), og anses heller ikke som en aktuell substitutt. Videre inkluderer storhusholdning hotell/restaurant, kantine/catering og institusjoner. Vi anser heller ikke dette som en direkte substitutt norske forbrukere kan erstatte dagligvarehandelen med.

Vi ønsker også å trekke frem spesialforretninger som bondens marked og mathaller som en mulig substitutt. Som nevnt i delkapittel 2.2.3, er imidlertid tilgjengeligheten til disse alternative distribusjonskanalene svært liten, og anses derfor som mindre aktuelt. Vi kan dermed konkludere med at dagligvarebransjen i *liten* grad påvirkes av konkurransepress fra substitutter.

Konklusjon

Fra Porters femkraftsmodell ønsker vi å trekke frem *få aktører med stor markedsrett, få substitutter* og *høye etableringsbarrierer* som sentrale faktorer for å beskrive konkurransesituasjonen i dagligvarebransjen. Ut ifra diskusjonen over mener vi at dagligvaremarkedet i Norge bærer tydelige preg av å være et oligopol, med tre store aktører som dominerer markedet.

Totalt sett er det *liten trussel* fra nye aktører grunnet de høye etableringsbarrierene. Videre har både leverandører og kunder har relativt *lav markedsrett*. Dette gjør at dagligvarekjedene i stor grad kan diktere både hvilke leverandører som skal få tilgang til markedet, men også hvilke varer forbrukerne får tilgang til. Dette tyder på høy konkurranseintensitet mellom aktørene i bransjen. Konkurransen anses likevel som noe begrenset, grunnet muligheten for stilltiende prissamarbeid. Samlet sett vurderer vi derfor konkurranseintensiteten i bransjen til *middels/høy*. Konkurransen vurderes likevel til *høy* i lavprissegmentet. I denne vurderingen vektlegger vi at de høye etableringsbarrierene og størrelsen på aktørene gjør det svært vanskelig for nye aktører å etablere seg og ekspandere i bransjen. Vi anser derfor dagligvarebransjen som *middels/lite* attraktiv å operere i. Den overnevnte diskusjon er oppsummert i tabellen under:

Argument	
Trussel fra nyetableringer anses som	Lav
Intern rivalisering anses som	Middels til høy
Leverandørens forhandlingsmakt anses som	Lav
Kundenes forhandlingsmakt anses som	Lav
Trussel fra substitutter anses som	Lav

Tabell 4.10 – Porters femkraftsmodell oppsummert

4.2.3 Bransjefordel oppsummert

På bakgrunn av de foregående analysene kan vi oppsummere bransjefordelen til dagligvarebransjen. I PESTEL-analysen har vi konkludert med at dagligvarebransjen i liten grad påvirkes av økonomiske og miljømessige forhold. At bransjen i liten grad påvirkes av negative virkninger i makromiljøet kan være en kilde til bransjefordel, ettersom omsetningen til bransjen i liten grad påvirkes av disse endringene. En annen viktig kilde til at dagligvarebransjen har en bransjefordel, er de høye etableringsbarrierene. De høye etableringsbarrierene begrenser konkurransen i bransjen og gjør det mulig for bransjen å ta ut høyere marginer. Etableringsbarrierene forhindrer også økt konkurranse i framtiden. Som nevnt i Porter-analysen, har disse barrierene til dels oppstått grunnet det strenge importvernet. Importvernet kan derfor også sies å være en kilde til bransjefordel. I Porters femkraftsmodell anser vi videre at både kunder og leverandører har lav forhandlingsmakt. Dette fører til at bransjen kan diktere både priser og vareutvalg. Dette tyder også på en *stor og vedvarende* bransjefordel.

På den annen side er det høy konkurranse internt i bransjen, og særlig mellom lavprisaktørene. Denne høye konkurransen kan føre til mindre marginer for bransjen. Dette kan tilsi en noe mindre bransjefordel. Oppsummert, anser vi derfor *bransjefordelen* som **moderat**.

4.3 Intern ressursorientert analyse

Den interne analysen benyttes for å identifisere Rema 1000 sine organisatoriske styrker og svakheter. I motsetning til den eksterne analysen, indentifiserer den interne analysen altså forhold som er *særegne* for virksomheten. Formålet med analysen er å forstå hvilke av Rema 1000 sine interne ressurser som kan medføre en fordel/ulempe i forhold til konkurrentene, og dermed om Rema 1000 har en *ressursfordel eller –ulempe*. I kapittel 2.6 identifiserte vi ulike forhold som skiller Rema 1000 fra de sammenlignbare virksomhetene. Vi vil her gå mer i

dybden på disse forholdene. Analysemetode som benyttes er VRIO. Det interne ressursbaserte perspektivet som utøves i VRIO-analysen er et viktig bidrag i den strategiske analysen. Ved å kombinere den interne analysen med de eksterne analysene i kapittel 4.2, får vi god innsikt i både interne og eksterne forhold som påvirker Rema 1000.

4.3.1 VRIO

VRIO-rammeverket benyttes for å analysere interne ressurser og organisatoriske styrker i en virksomhet, og hvordan utnyttelse av disse kan gi et konkurransefortrinn. For at en ressurs skal gi opphav til konkurransefortrinn, er det fire kriterier i VRIO-rammeverket som må være tilfredsstillende: Ressursen må være (1) verdifull, (2) sjelden, (3) ikke-imiterbar og (4) organisert på en måte som kaprer verdier (Barney, 2014, s. 129). Tabell 4.11 oppsummerer rammeverket:

Verdifull?	Sjelden?	Ikke-imiterbar?	Organisasjon?	Superrentabilitet	
Nei	Nei	Nei	Nei	$r < r_b$	= Strategisk ulempe
Ja	Nei	Nei	↕	$r \approx r_b$	= Strategisk likevekt
Ja	Ja	Nei	↕	$r > r_b$ kort sikt	= Midlertidig strategisk fordel
Ja	Ja	Ja	Ja	$r > r_b$ lang sikt	= Vedvarende strategisk fordel

Tabell 4.11 – VRIO rammeverket

Verdifull – Om en intern ressurs er verdifull avhenger av om ressursen gjør en virksomhet i stand til å agere mot eksterne trusler og muligheter i markedet. For at en intern ressurs skal være verdifull, må virksomheten derfor være i stand til å utnytte muligheter i markedet og eliminere trusler. Dersom en ressurs har disse kvalitetene, kan den anses som å skape verdi for virksomheten (Barney, 2014, s. 129).

Sjelden – Om en ressurs er sjelden avhenger av hvor mange konkurrerende virksomheter som har tilgang til de verdifulle ressursene. Dersom mange konkurrerende virksomheter har tilgang til en bestemt ressurs eller organisatorisk styrke, er det lite sannsynlig at ressursen utgjør et konkurransefortrinn for noen av virksomhetene (Barney, 2014, s. 131).

Ikke imiterbar – Verdifulle og sjeldne ressurser kan være kilde til konkurransefortrinn for en virksomhet. Disse ressursene kan imidlertid bare bli ressurser med *vedvarende* konkurransefortrinn dersom de er vanskelig for konkurrentene å imitere (Barney, 2014, s.132).

Organisering – Om en virksomhet har et potensielt konkurransefortrinn avhenger av om deres interne ressurser og organisatoriske styrker er verdifulle, sjelden og at de ikke er lett å imitere. For å kunne realisere dette potensialet, må en virksomhet imidlertid være organisert på en måte som utnytter disse ressursene og organisatoriske styrkene (Barney, 2014, s. 138). Dersom dette

er tilfelle, kan en virksomhet oppnå et varig konkurransefortrinn i markedet, og dermed en vedvarende strategisk fordel.

I delkapittel 2.3.4 har vi beskrevet at til tross for mange likheter, synes Rema 1000 å skille seg fra de sammenlignbare virksomhetene primært på fem måter: *Franchisedrift*, *lavpriskonsept*, *tung satsing på egne merkevarer (EMV)*, *størrelse* og «*Bestevenn-strategien*». Vi vil her se nærmere på disse særtrekkene og analysere om, og i så fall hvordan, disse kan føre til potensielle konkurransefortrinn for Rema 1000.

Franchisedrift

Som tidligere nevnt er Rema 1000 den eneste dagligvareaktøren som rendyrker franchising som driftsform. For nærmere informasjon om franchise, se kapittel 2.2.3 og 2.6. Franchisegiveren, her Rema 1000, utvikler standarder for drift av virksomheten under ett felles merkenavn og distribuerer varer til franchisetakeren. Franchisetakeren på den annen side, står for den daglige driften av virksomheten og bidrar med personlig initiativ, skaperlyst og kunnskap om lokale forhold (Rema 1000, 2015a).

Rema 1000s rendyrking av franchiseorganiseringen har vært en av faktorene som har ført til den raske ekspansjonen til Rema 1000 gjennom de siste tiårene, og er ofte omtalt som suksessfaktoren til Rema 1000 (Rema 1000, 2014b). Gjennom franchisetakerens tilgang til et eksisterende konsept, et velkjent merkenavn, og tilgang til stordriftsfordeler, legger franchisekonseptet til rette for at Rema 1000 lettere kan etablere nye butikker sammenlignet med andre aktører. En annen fordel med franchiseorganiseringen, er at man som franchisetaker får tilgang til virksomhetens eksisterende lokaler og eiendommer. Som nevnt i delkapittel 4.2.2, er beliggenhet og tilgang på butikklokaler en av de viktigste etableringsbarrierene i dagligvarebransjen. Tilgang til butikklokaler er derfor også et av de viktigste konkurranseparameterne i bransjen. Gjennom franchiseorganiseringen økes sannsynligheten for å tilegne seg en gunstig lokasjon, og dermed tiltrekke en større kundemasse (NOU 2011:4, s. 29). På bakgrunn av de nevnte fordelene, kan franchiseorganiseringen derfor sies å være *verdifull*, og at Rema 1000 er *organisert på en slik måte at de kaprer verdiene* av dette.

I utgangspunktet er franchiseorganiseringen hverken *sjelden* eller vanskelig å *imitere*. Både Coop og NorgesGruppen benytter denne organisasjonsformen til en viss grad, og organisasjonsformen anses også som relativt enkel å implementere (Stugu og Eilersen, 2007, s. 8). Etter vårt syn kan det imidlertid være begrensninger til hvor enkel organisasjonsformen

er å imitere. Begrunnelsen er som følger: Franchiseorganiseringen er basert på at flere uavhengige selskaper drives under det *samme konseptet*. Franchiseorganiseringen reguleres av en franchiseavtale mellom franchisegiver og franchisetaker. Dette er en omfattende avtale som regulerer hvordan en franchisetaker skal kunne benytte seg av den kunnskap, markedsføring, innkjøpsbetingelser og annen felles kunnskap (Stugu og Eilersen, 2007, s. 21). Ettersom franchiseavtalene er svært omfattende, og bør oppdateres kontinuerlig (Stugu og Eilersen, 2007, s. 22), kan utformingen av franchiseavtalene være svært omfattende dersom en virksomhet må utvikle flere ulike avtaler. Dette vil si at for virksomheter med flere konsepter, som Coop og NorgesGruppen, vil utformingen og oppdatering av franchiseavtalene bli en mer kompleks prosess enn for Rema 1000 som kun har ett kjedekonsept. Franchisedrift kan derfor sies å være vanskelig å imitere, og anses derfor å utgjøre en varig *strategisk fordel* for Rema 1000.

Lavpriskonsept

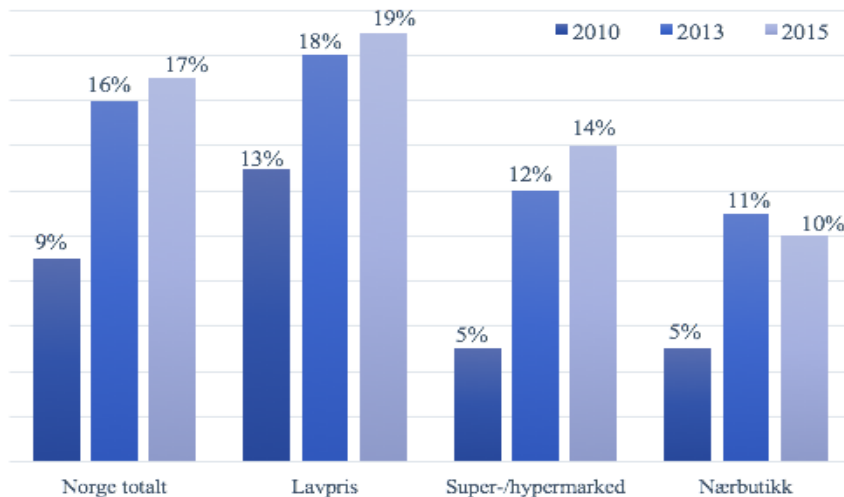
For det annet skiller Rema 1000 seg fra de sammenlignbare virksomhetene med at de kun har ett kjedekonsept. I motsetning til NorgesGruppen og Coop som har ulike kjedekonsepter tilpasset de ulike markedssegmentene, har Rema 1000 kun et lavpriskonsept.

Vi har tidligere beskrevet at det har vært en økning i lavprissegmentet relativt til andre segmenter i senere år. I dag er lavpris også det desidert største segmentet i dagligvaremarkedet i Norge. Se delkapittel 2.2.1 for nærmere informasjon. I følge Nielsen Company, er markedsandelen i lavprissegmentet i dag over 65 %, og stigende (Nielsen, 2017). Rema-konseptet kan sies å være *verdifull* ettersom det fokuserer på lavprissegmentet, og har gjennom sin drift opparbeidet seg en svært høy omsetning blant lavpriskonseptene. Konseptet kan derfor også sies å være *organisert* på en måte som kaprer denne verdien.

Lavpriskonseptet kan imidlertid ikke sies å være *ikke-imiterbar* eller *sjelden*. Både NorgesGruppen og Coop er representert med lavpriskonsepter i det norske markedet. NorgesGruppen er representert med Kiwi, den nest største konseptkjeden, og Coop er representert med både Coop Extra og Coop Mega. Disse lavpriskjedene viser i tillegg vekst over det siste året, noe som underbygger denne påstanden. Isolert sett kan derfor lavpriskonseptet føre til *strategisk likevekt*. På den annen side, ved å kun fokusere på lavprissegmentet, er ikke Rema 1000 representert i de andre markedssegmentene. Dette betyr at Rema 1000 vil ha et mindre kundegrunnlag enn de komparative virksomhetene. At Rema 1000 kun har ett kjedekonsept kan derfor også bety en *strategisk ulempe*.

Egne merkevarer (EMV)

Dagligvarekjedenes egne merkevarer utgjør en *økende* andel av dagligvarekjedenes omsetning. Fra 2010 til 2015 er verdiandelen av EMV nær doblet, og i 2016 utgjorde EMV over 15 % av den totale omsetningen i dagligvare (Oslo Economics, 2017, s. 30). Figuren under viser utviklingen av EMV i de ulike segmentene i dagligvarebransjen.



Figur 4.12 – Verdiandel EMV i ulike segmenter i dagligvarebransjen

Økt oppmerksomhet rundt dagligvarekjedenes priser, prissammenligninger i media og lignende, har ført til økt bevissthet om priser i bransjen (NOU 2011:4, s. 35). Økt bruk av EMV kan sies å være *verdifullt* ettersom kjedene kan tilpasse seg denne utviklingen ved å selge billigere EMV, heller enn å redusere prisen på kjente merkevarer.

Heller ikke EMV anses som vanskelig å *imitere* eller *sjelden*. Både NorgesGruppen og Coop har et innslag av EMC i deres vareutvalg. Coop er den dagligvarekjeden som har lengst erfaring med produksjon av EMV, og har merker som X-tra, Smak forskjellen og Änglamark i sin produktportefølje (NOU 2011:4, s. 39). NorgesGruppen har ulike EMV rettet mot ulike markedssegmenter. Eksempelvis er First Price rettet mot lavprissegmentet, mens Jacobs utvalgte satser på premiumsegmentet. På den annen side synes Rema 1000 å skille seg ut med å være den dagligvarekjeden med størst omsetning av EMV. Rema stod i 2011 for omtrent en tredjedel av all omsetningen av EMV i markedet (NOU 2011:4, s. 39), og satser fortsatt tungt på EMV. Til tross for store omveltninger i dagligvarebransjen de siste årene, antar vi fortsatt at Rema 1000 innehar en vesentlig posisjon. Dette begrunner vi med at lavprissegmentet er det segmentet som har størst andel EMV, og Rema 1000 er et største dagligvarekonseptet innen lavpris. Vi konkluderer derfor med at EMV er en kilde til *strategisk fordel*, dog på kort sikt.

Størrelse

Rema 1000 skiller seg videre ved å være den minste aktøren i dagligvarebransjen. Som nevnt i kapittel 2.6, har størrelse betydning for volum og dermed også stordriftsfordeler. Som den minste aktøren, kan ikke Rema 1000 kjøpe like store volum som sine større konkurrenter, noe som kan føre til høyere priser fra produsentene. Dersom Rema 1000 skal være konkurransedyktig på pris, kan høyere priser fra produsentene føre til tapte marginer. Å være den minste aktøren kan derfor ikke sies å være verdifullt.

Ettersom størrelse ikke anses å være en verdifull ressurs for Rema 1000, kan dette føre til en *strategisk ulempe*. På den annen side, kan «Bestevenn-strategien» på sin side veie opp for dette. Vi vil se nærmere på strategien i det kommende avsnittet.

«Bestevenn-strategi»

Som nevnt i kapittel 2.6, skiller Rema 1000 seg videre fra de sammenlignbare virksomhetene gjennom sin «Bestevenn-strategi». Remas «Bestevenn-strategi» går ut på å inngå langsiktige eksklusivitetsavtaler med færre leverandører. For leverandørene vil dette bety økt synlighet i butikkene. For Rema 1000, fører strategien til å differensiere Rema i et flatt konkurranselandskap. Samtidig vil strategien gi bedre innkjøpspriser og dermed lavere priser for kundene. «Bestevenn-strategien» har imidlertid skapt store reaksjoner blant forbrukerne, og ført til negative konsekvenser i form av tapt omsetning og tapte inntekter i 2017. Media rapporterer blant annet om at «Bestevenn-strategien» *koster Rema millioner* (Aftenposten, 2017a) og at *Folket raser mot Rema 1000s «Bestevenn-ordning»* (ITromsø, 2017). Dette har resultert i at daglig leder i Rema 1000, Lars Kristian Lindberg, som også har vært ansvarlig for «Bestevenn-strategien», sluttet i september i år (DN, 2017a). Dette kan tyde på at «Bestevenn-strategien» medfører en *strategisk ulempe* i dag.

Til tross for negativ omtale og tapt omsetning, kan det strategiske valget også medføre positive virkninger. Både forbrukere og dagligvareeksperter har omtalt at «Bestevenn-strategien» til Rema 1000 kan ha vært et riktig strategisk valg (Kveinå og Solberg, 2017). Ettersom Rema 1000 er den minste av dagligvarekjedene, er Rema 1000 avhengig av å kjøpe store kvantum for å oppnå de beste betingelsene. Å konsentrere innkjøpene gjennom en slik strategi, kan dermed vise seg å være en fordel for Rema 1000 i lengden. «Bestevenn-strategien» kan dermed sies å skape *verdi*. At strategien har ført til negative konsekvenser i form av tapt omsetning kan tyde på at ressursen ikke er *organisert* på en måte som skaper verdi. Etter vårt syn lå ikke feilen i selve strategien, men heller i at strategien ble kommunisert til forbrukerne og markedet.

Odd Reitan utrykte det samme overfor Finansavisen i september i år (Orskaug, 2017, s. 36-39). Vi mener derfor at denne ressursen ikke er organisert på en måte som kaprer verdien med den, men at dette kan endre seg i fremtiden. «Bestevenn-strategien» kan etter vårt syn derfor utgjøre *strategisk likevekt* i fremtiden. Begrunnelsen for at strategien ikke kan utgjøre en midlertidig- eller varig strategisk fordel er at alle dagligvarekjedene har økt grad av eksklusivitetsavtaler og innkjøpsavtaler. «Bestevenn-strategien» kan derfor ikke sies å være hverken sjelden eller vanskelig imiterbar.

Oppsummering av VRIO-analysen

Tabellen nedenfor oppsummerer overnevnte diskusjon:

	Verdiful? Sjelden?	Ikke-imiterbar?	Organisasjon?	Ressursfordel i analyseperioden
Franchise	Ja	Ja	Ja	Vedvarende strategisk fordel
Lavpriskonsept	Ja	Ja	Nei	Strategisk likevekt/Strategisk ulempe
EMV	Ja	Nei	Nei	Midlertidig strategisk fordel
Størrelse	Nei	Ja	Nei	Strategisk ulempe
"Bestevenn-strategi"	Nei	Nei	Nei	Strategisk ulempe - Strategisk likevekt i fremtiden?

Tabell 4.13 – Oppsummering av VRIO analysen

VRIO-analysen viser at franchiseorganiseringen kan utgjøre en vedvarende strategisk fordel. Videre kan EMV kunne utgjøre en strategisk fordel, men ettersom EMV ikke er sjelden for bransjen vil EMV ikke kunne utgjøre et varig konkurransefortrinn. Vi vil i det kommende kapittelet oppsummere de organisatoriske styrkene og svakhetene til Rema 1000.

4.3.2 Ressursfordel oppsummert

Basert på VRIO-analysen anser vi Rema 1000 sine særegne egenskaper og ressurser til å føre til en *moderat ressursfordel*. Både franchisedrift og EMV kan utgjøre en ressursfordel for Rema 1000, hvorav franchisedrift anses å utgjøre varig fordel. På den annen side, utgjør størrelse en strategisk ulempe. Jo større man er, jo større innkjøp kan man gjøre, og dermed oppnå lavere innkjøpspriser. Som den minste aktøren, vil ikke Rema 1000 være i stand til å oppnå like gode innkjøpspriser. Også «Bestevenn-strategien» anses som en strategisk ulempe i dag, ettersom den har ført til tap av både markedsandeler og omsetning. Denne strategien kan imidlertid føre til strategisk likevekt i fremtiden, dersom den organiseres på en bedre måte. Strategien kan også oppveie den strategiske ulempen som kommer fra at Rema 1000 er minste aktøren.

Videre er Rema 1000 store på lavpris, noe som isolert sett kan anses som en fordel/likevekt. Å være store innen ett segment hjelper imidlertid lite når man ikke er representert i de andre markedssegmentene. Dette kan derfor også anses som en strategisk ulempe, ettersom Rema 1000 ikke har like stort kundegrunnlag som konkurrentene. På bakgrunn av denne diskusjonen anser vi den totale ressursfordelen til Rema 1000 å være *moderat*. Figuren under oppsummerer VRIO-analysen og ressursfordelen til Rema 1000. Ressursfordelen til Rema 1000 blir dekomponert videre i den kvantitative regnskapsanalysen i delkapittel 8.2.2.

	Verdifull?	Sjelden?	Ikke-imiterbar?	Organisasjon?	Ressursfordel i analyseperioden
Franchise	Ja	Ja	Ja	Ja	Vedvarende strategisk fordel
Lavpriskonsept	Ja	Ja	Nei	Ja	Strategisk likevekt/Strategisk ulempe
EMV	Ja	Nei	Nei	Ja	Midlertidig strategisk fordel
Størrelse	Nei	Ja	Nei	Nei	Strategisk ulempe
"Bestevenn-strategi"	Nei	Nei	Nei	Nei	Strategisk ulempe - Strategisk likevekt i fremtiden?
Konklusjon					Moderat ressursfordel

Tabell 4.14 – Oppsummering ressursfordel

4.4 SWOT

I kapittel 4.2 og 4.3 har vi dannet et grunnlag for å kunne si noe om den strategiske fordelene til Rema 1000 over analyseperioden. Vi vil her se nærmere på hva vi forventer i fremtiden. Analyseverktøyet som benyttes er SWOT-analyse.

SWOT er et akronym for styrker (strengths), svakheter (weaknesses), muligheter (opportunities) og trusler (threats) (Brudvik, 2011). SWOT-analysen kombinerer derfor både de eksterne forholdene i en bransje og de interne egenskapene til en virksomhet. Isolert sett har alle de gjennomførte analysene sine begrensninger. Ved å kombinere den eksterne analysen i 4.2 og den interne analysen i 4.3 elimineres imidlertid disse begrensningene i stor grad. Vi er dermed i stand til å danne oss et helhetlig bilde av Rema 1000 og deres strategiske posisjon i dagligvaremarkedet. På denne måten kan vi enklere vurdere hvordan Rema 1000s styrker og svakheter gjør dem i stand til å håndtere muligheter og trusler i bransjen, men også hvordan eksterne forhold kan påvirke Rema 1000 i fremtiden.

Rema 1000 sine styrker og svakheter tar utgangspunkt i funnene fra den interne VRIO-analysen. Muligheter og trusler i bransjen tar utgangspunkt i de eksterne forhold avdekket i den eksterne analysen. Vi vil i tillegg trekke frem enkelte forhold fra presentasjonen av bransjen og av Rema 1000 i kapittel 2.2, 2.4 og 2.5.

Tabellene under viser et sammendrag av Rema 1000s styrker og svakheter, og mulighetene og truslene i dagligvarebransjen. I tabellene har vi også forsøkt å kvantifisere effekten av disse. Med *sannsynlighet* menes sannsynligheten for at en ressurs vil være en styrke eller svakhet for Rema 1000, og sannsynligheten for at en ytre påvirkning vil utgjøre en mulighet eller trussel. Sannsynligheten skaleres fra én til fem. Med *påvirkningskraft* menes hvor stor påvirkningskraft ressursen eller den ytre påvirkningen forventes å ha på Rema 1000 og bransjen. Også påvirkningskraft skaleres fra én til fem. Denne kvantifiseringen utføres ettersom alle de utførte analysene har vært kvalitative. Vi ønsker derfor å forsøke å vektlegge hvilke forhold vi anser som mest sannsynlig at vil inntreffe og hvor stor påvirkningskraft vi antar at disse vil ha. Vi ønsker å påpeke at denne kvantifiseringen baserer seg på subjektive vurderinger basert på vår forståelse av Rema 1000 og dagligvarebransjen, og er av den grunn ikke noe fasitsvar.

Styrker

Styrker	Sannsynlighet					Grad av påvirkning				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Ledende innen franchisedrift	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
EMV	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Bestevenn-strategi	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Tilgang på attraktive butikklokaler	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5

Tabell 4.15 – SWOT-analyse: Styrker

Av Rema 1000s styrker, ønsker vi å trekke frem franchisedrift. Franchisedrift er som nevnt omtalt som suksessfaktoren til Rema 1000, og er en av grunnene til Rema 1000s raske vekst. Tilgang på attraktive butikklokaler omtales som et etableringshinder i Porters femkraftsmodell. Franchiseorganiseringen tillater Rema 1000 å enkelt åpne nye butikker i allerede eide lokaler. Rema 1000 er dermed ikke like avhengig av å tilegne seg nye butikklokaler for å etablere nye butikker. Vi ønsker også å trekke frem «Bestevenn-strategi» og EMV. Til tross for at disse ressursene antas å ha en middels påvirkningskraft i dag, tror vi at disse styrkene kan være viktige ressurser i fremtiden, både i form av differensiering og kostnadsbesparelser.

Svakheter

Svakheter	Sannsynlighet					Grad av påvirkning				
Størrelse: Minste aktøren i bransjen	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Bestevenn-strategi	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Lavpriskonsept	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5

Tabell 4.16 – SWOT-analyse: Svakheter

Til tross for at «Bestevenn-strategien» etter vårt syn kan være en styrke i fremtiden, kan dette også være en svakhet. Vi antar at det er større sannsynlighet for at strategien kan være en svakhet enn en styrke i dag. Dette underbygges av den negative responsen fra kundene og med tapte markedsandeler som resultat.

At Rema 1000 kun har lavpriskonsept og dermed mindre kundemasse enn konkurrentene er også en svakhet. Vi anser imidlertid denne svakheten av begrenset påvirkning, ettersom lavpris er det største segmentet i dagligvarebransjen, og er i stadig vekst. Videre er Rema 1000 den minste aktøren. Som nevnt i VRIO analysen i delkapittel 4.3.1, er dette en svakhet ettersom dette kan føre til at Rema 1000 ikke kan oppnå like lave innkjøpspriser som konkurrentene.

Muligheter

Muligheter	Sannsynlighet					Grad av påvirkning				
Lavpris i vekst	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Big data og lojalitetsprogrammer for å innhente kundedata	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Teknologi: Effektivitetsgevinster	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Økt markedsrett overfor leverandørene	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Høye etableringsbarrierer beskytter mot nye konkurrenter	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Lav kundemakt	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Få substitutter	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5

Tabell 4.17 – SWOT-analyse: Muligheter

Som figuren 4.17 viser, er det flere muligheter i dagligvarebransjen som kan føre til fremtidig vekst for Rema 1000. Vi ønsker å trekke frem fremveksten av lavprissegmentet som en viktig mulighet, ettersom Rema 1000 kun har lavpris som konsept og er svært godt posisjonert i dette segmentet. Etter vår oppfatning vil også økt markedsrett overfor leverandørene og høye etableringsbarrierer føre til muligheter for fremtiden. Denne markedsstrukturen gjør at dagligvareaktørene i større grad kan diktere vilkårene, og dermed også prisene, samtidig som bransjen er beskyttet fra nye konkurrenter. Dette gir muligheter for økte marginer, og dermed også vekstmuligheter for fremtiden. Videre vil også teknologi kunne være viktig i fremtiden. Digitalisering vil være viktig for å oppnå effektivitetsgevinster, mens BIG data vil være viktig for å kartlegge kundepreferanser og endringer i kundeatferd.

Trusler

Trusler	Sannsynlighet					Grad av påvirkning				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Myndighetsreguleringer begrenser vekstmuligheter	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Importvernet fører til sterke leverandører	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Svekket kjøpekraft	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Økonomiske nedgangstider	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Økte internasjonale priser	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Global oppvarming svekker økonomien og gir høyere priser	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Høy rivalisering internt i bransjen, særlig innen lavpris	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5

Tabell 4.18 – SWOT-analyse: Trusler

Figuren over viser truslene Rema 1000 står overfor. Vi ønsker her å trekke frem økt konkurranse i lavprissegmentet som den største trusselen. Etersom Rema 1000 kun har lavpris som konsept, kan konkurrenter med økt markedsandel i dette segmentet utgjøre en betydelig trussel. Videre anser vi myndighetsreguleringer som en trussel, ettersom Konkurransetilsynet og Forbrukerrådet kan forhindre fremtidig vekst. Avslutningsvis anser vi lojalitetsprogrammer i kombinasjon med konkurrentenes økte satsing på EMV som en trussel, da dette kan føre til at konkurrentene kaprer større markedsandeler i et allerede konsentrert marked. Etter vårt syn er det også trusler i markedet med begrenset påvirkningskraft. Noen eksempler er svekket kjøpekraft og økonomiske nedgangstider. Begrunnelsen for dette er at dagligvare er nødvendighetsgode, og vil derfor i mindre grad bli påvirket av økonomiske konjunkturer. Dette er nærmere omtalt i delkapittel 4.2.1.

4.5 Strategisk fordel oppsummert

Basert på de gjennomført analysene, kan vi oppsummere den strategiske fordelten til dagligvarebransjen og Rema 1000, og kildene til eventuelle fordeler. Vi vil også her se nærmere på hva vi antar vil skje med eventuelle strategiske fordeler i framtiden.

Som nevnt i kapittel 4.1 kan strategisk fordel dekomponeres i en ekstern bransjefordel og en intern ressursfordel. Vi oppsummer derfor den strategiske fordelten som følger:

	I analyseperioden	Framover
Bransjefordel	Moderat	Moderat
+ Ressursfordel	Moderat	Mindre
= Strategisk fordel	Stor	Moderat

Tabell 4.19 – Strategisk fordel oppsummert

Jf. Porters femkraftsmodell og PESTEL-analysen, anser vi bransjefordelen som *moderat*. Dette begrunnes med markedsstrukturen (oligopol), høye etableringsbarrierer, få reelle substitutter, slik at bransjen i liten grad påvirkes av ytre konkurransepress. Dette kan likevel tyde på en stor bransjefordel. Videre har vi også vist at både kunde- og leverandørmakten er lav, noe som underbygger denne vurderingen. På den annen side er det høy konkurranse intern i bransjen, noe som fører til skviste marginer. Bransjefordelen anses derfor som *moderat*. Basert på SWOT-analysen forventer vi at bransjefordelen også vil opprettholdes fremover. Vi vektlegger også her etableringsbarrierene og få substitutter. I tillegg har dagligvarekjedene høy markedsrett overfor leverandører og kunder.

Basert på VRIO analysen anser vi ressursfordelen til Rema 1000 å være *moderat*. Vi viser her til delkapittel 4.3.2. Når det gjelder ressursfordelen forventer vi at denne vil bli mindre på sikt. Dette begrunnes med den høye konkurransen internt i bransjen, særlig i lavprissegmentet. Rema 1000 vil være ekstra eksponert for denne konkurransen, ettersom de kun er representert i dette segmentet.

4.6 Strategisk vekstanalyse

På bakgrunn av de identifiserte interne ressursene til Rema 1000, samt bransjestrukturen kan vi vurdere hvilke vekstmuligheter Rema 1000 har for fremtiden.

For det første, kan franchiseorganiseringen til Rema 1000 føre til vekstmuligheter. Franchiseorganiseringen gjør det enklere for Rema 1000 å ekspandere, blant annet ettersom det kreves mindre kapital, og fordi lokaler allerede står klar til bruk. For det andre, kan også «Bestevenn-strategien» gi muligheter for vekst, dersom denne organiseres bedre. Til nå (desember 2017) har «Bestevenn-strategien» ført til tapt omsetning og tapte markedsandeler. Som tidligere nevnt, mener vi likevel at strategien kan gi vekstmuligheter i fremtiden. Også økt bruk av EMV kan gi muligheter i fremtiden, ettersom økt bruk kan differensiere Rema 1000 i et relativt homogent marked, samt gi kostnadsbesparelser og økt kundelojalitet.

En annen mulighet for vekst er å ekspandere til andre land. Dette vil imidlertid være svært kostnads- og tidkrevende. Odd Reitan uttaler selv at dette vil være altfor krevende og at de ikke har noe mål om å etablere Rema i mange nye land (Orskaug, 2017, s. 36-39). Videre kan Rema 1000 utvide til å ha flere konsepter enn bare lavpris. Dette vil også være krevende, både i form av store kostnader og tiden det kreves for å utvikle et nytt konsept.

På bakgrunn av overnevnte diskusjon, anser vi vekstmulighetene å være *begrenset*. Ettersom Rema 1000 kun er representert i lavprissegmentet, et segment med svært høy konkurranse, vil det være krevende å vokse i dette segmentet. Videre vil det være krevende både å etablere seg i nye land, og å utvikle nye konsepter. Det vil derfor være svært viktig for Rema 1000 å forsvare sine markedsandeler i lavprissegmentet, og dermed opprettholde markedsposisjonen som ledende innen lavpris.

5. Regnskapsanalyse

I denne delen av masterutredningen gjennomføres en *kvantitativ* regnskapsanalyse av Rema 1000 og de komparative virksomheten. Gjennom den kvantitative analysen av finansregnskapene får vi en innsikt i virksomhetens historiske og nåværende posisjon i dagligvarebransjen. Videre vil dette gjøre oss i bedre stand til å si noe om framtidsutsiktene til Rema 1000. Informasjonen benyttet i dette kapittelet er utelukkende hentet fra offentlig tilgjengelig informasjon, hovedsakelig årsrapporter.

5.1 Rammeverk og praktiske valg

5.1.1 Praktiske valg

Før vi kan gjennomføre regnskapsanalysen må vi imidlertid foreta noen praktiske valg for regnskapsanalysen. Dette gjelder *valg av analysenivå*, *valg av analyseperiode* og *valg av komparative virksomheter*. De praktiske valgene vil derfor gjennomgås før vi presenterer rammeverket for regnskapsanalysen. Vi benytter her teori fra Knivsflå (2017), supplert med annen verdsettelseslitteratur ved blant annet Kaldestad og Møller (2016) og Petersen mfl. (2017).

Valg av analysenivå

Valg av analysenivå baserer seg på hvorvidt vi skal analysere hele virksomheten samlet eller om vi skal dele inn i ulike forretningsområder. Knivsflå (2017) mener at virksomheter hvor forretningsområdene er like og/eller tett integrert, bør analyseres samlet (Knivsflå, 2017, F3, s. 24). I motsatt fall bør forretningsområdene analyseres separat. For Rema 1000 er forretningsområdene like og tett integrert. Dette taler for å analysere hele virksomheten samlet. Når det gjelder de komparative virksomhetene gjelder også dette argumentet for Coop. På den annen side, har NorgesGruppen til dels ulike forretningsområder og bør derfor deles inn i ulike forretningsområder. Tilgangen på regnskapsinformasjon fordelt på forretningsområde er imidlertid svært begrenset. Vi vil derfor analysere virksomhetene *samlet*.

Ettersom vi skal analysere Rema 1000 og de komparative virksomhetene *samlet*, må det vurderes om vi skal benytte selskapsregnskapet til morselskapet eller konsernregnskapet i regnskapsanalysen. Selskapet Rema 1000 er masterfranchisegeber, slik at inntektene i selskapsregnskapet består av masterfranchiseavgift og eventuelt mottatt utbytte. Selve

butikkdriften ligger dermed i datterselskaper og tilknyttede selskap. Konsernregnskapet presenterer dermed et mer rettviseende bilde av butikkdriften, og vil derfor benyttes i videre analyser. Selskapsregnskapet føres etter forenklet IFRS, og konsernregnskapet etter IFRS.

Valg av analyseperiode

Valg av analyseperiode omhandler hvor langt bakover i tid vi skal analysere virksomhetene. Denne vurderingen avhenger av hvorvidt virksomheten har vært stabil, eller om virksomheten har endret karakter over tid (Knivsflå, 2017, F3, s. 28). Ettersom driften til Rema 1000 har vært relativt lik over tid, taler dette for en relativt lang analyseperiode. På den annen side, har Rema 1000 gjennom oppkjøp av leverandører og utvikling av EMV utvidet forretningsområdet (ref. delkapittel 2.4.1 Historisk utvikling). Dette taler for en kortere analyseperiode. Vi har derfor valgt en mellomlang analyseperiode på 6 år, fra 2011 til 2016.

Valg av komparative virksomheter

Avslutningsvis må vi definere de komparative virksomhetene i bransjen, og dermed *gjennomsnittsvirksomheten* i bransjen. Dette er sentralt for regnskapsanalysen ettersom gjennomsnittsvirksomheten fungerer som en målestokk, og sier dermed noe om hvordan Rema 1000 gjør det i forhold til bransjen. Som diskutert i kapittel 2, utgjør NorgesGruppen og Coop de komparative virksomhetene. Bransjen, og dermed også bransjegjennomsnittet, vil dermed bestå av Rema 1000, NorgesGruppen og Coop.

5.1.2 Rammeverk for regnskapsanalyse

De ulike stegene i regnskapsanalysen er som følger:



Figur 5.1 – Rammeverk for regnskapsanalyse

Steg 1: Trailing

Det første steget i rammeverket er å utarbeide *trailing* av årsregnskapet for inneværende eller siste tilgjengelige regnskapsår. Trailing betyr «å bygge inn» virksomhetens siste kvartal-/halvårstall, slik at vi som analytikere er i stand til estimere finansregnskapet for inneværende år (Knivsflå, 2017, F3, s.49). Trailing er dermed kun relevant dersom et finansregnskap ikke er fullstendig i en periode. Ettersom Rema 1000 ikke er børsnotert, er konsernet heller ikke

pliktig til å publisere delrapportering av regnskapstall. Vi har dermed ikke tilgang til regnskapstall for 2017 på verdsettelsestidspunktet. Vi vil derfor ikke gjennomføre trailing for Rema 1000 eller de komparative virksomhetene. Videre i utredningen benyttes derfor rapportert og revidert årsresultat, balanse, kontantstrøm og noteopplysninger fra 2011-2016. Vi finner dette tilstrekkelig for vårt analyseformål. Ettersom siste tilgjengelige regnskapstall er per 31.12.2016, vil følgelig denne datoen være vårt verdsettelsestidspunkt.

Steg 2: Omgruppering

Det andre steget er å omgruppere de rapporterte regnskapstallene. Formålet med omgrupperingen er å skreddersy oppstillingen av regnskapstallene for å gjøre regnskapstallene mer *investororientert*. Bakgrunnen for omgruppering er at dagens oppstilling av regnskapstallene etter GRS og IFRS er *kreditororientert*, og fokuserer dermed hovedsakelig på risiko (Knivsflå, 2017, F4, s.7). For verdsettelsesformål er imidlertid en *investororientert* oppstilling mer relevant, ettersom en slik oppstilling i større grad fokuserer på normal verdiskapning i en virksomhet. I den kommende omgrupperingen vil vi derfor skille mellom driftsrelaterte poster og finansielle aktiviteter. Årsaken til dette er at det er de driftsrelaterte postene som utgjør den primære drivkraften for verdiskapning (Petersen mfl., 2017, s. 107-108). Omgruppering er omhandlet i kapittel 5.3.

Steg 3: Analyse og justering av målefeil

I det tredje steget i rammeverket analyserer vi målefeil i de omgrupperte regnskapstallene, og justerer disse tilsvarende. Målefeil kan forekomme når de rapporterte tallene avviker fra faktiske forhold grunnet fleksibilitet og skjønn i visse områder i regnskapet. Formålet er dermed å avdekke hvilke regnskapsposter som kan inneholde denne typen målefeil og justere disse tilsvarende. Justeringene vil dermed kunne bidra til en bedre gjenspeiling av de underliggende økonomiske forholdene, i tillegg til å gi en bedre sammenligning av de komparative virksomhetene (Petersen mfl., 2017, s. 615). Analyse og justering av målefeil omhandles i kapittel 5.4.

Steg 4: Forholdstallsanalyse – Risiko og rentabilitet

I det fjerde steget i regnskapsanalysen, vil vi kartlegge underliggende økonomiske forhold ved hjelp av forholdstallsanalyse, med fokus på risiko og superrentabilitet. Risikoanalyse innebærer analyse av *likviditet* og *soliditet*. Risikoanalysen oppsummeres videre i en *syntetisk rating*, hvor Rema 1000 og de komparative selskapene gis en karakter med hensyn til underliggende selskapsesifikk risiko. Analyse av superrentabilitet forutsetter at

avkastningskrav estimeres. Disse sammenlignes videre med virksomhetens rentabilitet. Som nevnt kapittel 4 utgjør avviket mellom rentabilitet og avkastningskrav superprofitt eller strategisk fordel. Ved å dekomponere denne, vil vi være i stand til å tallfeste den strategiske fordelene identifisert i kapittel 4, samt identifisere kildene. Forholdstallsanalyse omhandles i kapittel 6, 7 og 8.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

I det følgende presenteres Rema 1000s resultatregnskap, balanse og endring i egenkapital for perioden 2011 til 2016.

5.2.1 Resultatregnskap

I tabell 5.2 følger en sammenfattet oversikt over Rema 1000 sitt resultatregnskap fra 2011 til 2016.

Alle tall i NOK mill.						
Resultatregnskap for konsernet	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	30 291	34 869	40 821	44 204	48 753	54 125
Driftskostnader	-28 487	-32 851	-38 665	-41 837	-46 246	-51 260
EBITDA	1 804	2 018	2 156	2 367	2 507	2 865
Av- og nedskrivninger	-422	-404	-495	-532	-564	-567
EBIT	1 382	1 614	1 661	1 835	1 943	2 298
Netto finansposter	-76	-182	-86	-120	-69	-57
Resultat før skattekostnad	1 306	1 432	1 575	1 715	1 874	2 241
Skattekostnad	-350	-397	-415	-456	-442	-507
Årets resultat	956	1 035	1 160	1 259	1 432	1 734

Tabell 5.2 – Rema 1000 rapportert resultatregnskap

Vi ser at selskapet har jevn utvikling i EBIT som følge av at inntekter og kostnader vokser jevnt. Inntektene vokste mest i 2012 og 2013, noe som tyder på at selskapet er på vei inn i en moden fase hvor veksten er på vei til å flate ut. Rema 1000 genererer positive resultater og hadde i 2016 sitt beste år, hvor inntektene økte med 11 % i forhold til 2015. Det forventes likevel noe nedgang i 2017 som følge av tap av markedsandeler, hovedsakelig grunnet «Bestevenn-strategien», jf. diskusjon i kapittel 4.

5.2.2 Balanse

I tabell 5.3 følger en sammenfattet oversikt over Rema 1000 sin balanse fra 2011 til 2016.

Alle tall i NOK mill.						
Balanse konsern	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Anleggsmidler	6 184	5 625	5 855	6 718	8 158	8 660
Omløpsmidler	5 241	5 891	7 020	6 911	7 655	8 063
Sum eiendeler	11 425	11 516	12 875	13 629	15 813	16 723
Egenkapital	2 584	3 029	3 684	4 744	5 912	7 002
Ikke-kontrollerende eierinteresser	108	49	58	66	74	107
Langsiktig gjeld	4 821	3 919	3 480	3 449	3 579	2 877
Kortsiktig gjeld	3 912	4 519	5 653	5 370	6 248	6 737
Sum egenkapital og gjeld	11 425	11 516	12 875	13 629	15 813	16 723

Tabell 5.3 – Rema 1000 sammenfattet rapportert balanse

Vi ser at også balansesummen har vært stabil de siste årene. Den største økningen er økning i anleggsmidler i 2015, som hovedsakelig skyldes økning i investeringseiendom. Videre er et av verdigrunnlagene til Rema 1000 at de skal være gjeldfri (Rema 1000, 2017, s. 10). Dette gjenspeiles i balansen, hvor langsiktig gjeld reduseres gradvis. Ellers følger omløpsmidler og kortsiktig gjeld jevn økning, som er rimelig med tanke på økte inntekter.

5.2.3 Endring i egenkapital

Tabell 5.4 viser endring i egenkapital majoritet over analyseperioden.

Alle tall i NOK mill.						
Endring egenkapital tilordnet morselskap	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Egenkapital 01.01 ujustert	2 346	2 584	3 029	3 684	4 744	5 912
Justering IAS19, omarbeidet 2012	0	0	-40	0	0	0
Egenkapital 01.01	2 346	2 584	2 989	3 684	4 744	5 912
Årets resultat	945	1 020	1 151	1 245	1 418	1 716
Årets utvidede resultat etter skatt	-4	-45	114	-5	95	-120
Årets totalresultat etter skatt	941	975	1 265	1 240	1 513	1 596
Mottatt/avgitt konsernbidrag/utbytte	-633	-592	-562	-180	-328	-506
Endring minoritet	-70	62	-8	0	-17	0
Sum transaksjoner med eierne	-703	-530	-570	-180	-345	-506
Egenkapital 31.12	2 584	3 029	3 684	4 744	5 912	7 002

Tabell 5.4 – Rema 1000 rapportert endring egenkapital majoritet

5.3 Omgruppering for analyse

I dette kapitlet omgrupperes de rapporterte regnskapstallene for tilpasning til en investororientert analyse. Informasjonen er utelukkende hente fra årsrapporter, med mindre annet er spesifisert.

Ved å omgruppere regnskapstallene ønsker vi å få et sterkere fokus på *normalisert verdiskapning* enn dagens oppstilling etter IFRS gir. Omgrupperingen gjøres ved å skille resultat og investeringer knyttet til drift, fra de finansielle aktivitetene. Driftsrelaterte poster er den primære drivkraften for verdiskapning, og må dermed skilles ut for å gjøre det enklere å identifisere om Rema 1000 har en strategisk fordel som stammer fra driften (Penman, 2013, s. 250). Vi skiller også mellom *normale* og *unormale* poster i årsregnskapet. Dette gjør oss i stand til å utføre bedre fremtidsprognoser.

I de kommende kapitlene normaliseres resultatregnskapet og balansen omgrupperes. Avslutningsvis presenteres også en omgruppert kontantstrømanalyse.

5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Vi vil først gjennomføre omgruppering og normalisering av resultatregnskapet. Prosessen følger rammeverket presentert i Knivsflå (2017), og gjøres i følgende fire steg (Knivsflå, 2017, F4, s. 3):



Figur 5.5 – Omgruppering av resultat

Steg 1 – Identifisering av fullstendig nettoresultat

Det første steget er å identifisere fullstendig nettoresultat til egenkapitalen (FNR). Majoritetens andel av fullstendig nettoresultat til egenkapital uttrykkes som følger (Knivsfå, 2017, F4, s. 13):

$$FNR = \text{Rapportert årsresultat} + \text{Annet fullstendig resultat} + \text{Dirty surplus}$$

For Rema 1000 får vi følgende oppstilling:

Alle tall i NOK mill.						
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Årets resultat	945	1 020	1 151	1 245	1 418	1 716
Årets utvidede resultat etter skatt	-4	-45	114	-5	95	-120
Dirty surplus	0	0	-40	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	941	975	1 225	1 240	1 513	1 596

Tabell 5.6 – Fullstendig nettoresultat

Utgangspunktet i IFRS er at alle inntekter og kostnader resultatføres, med mindre annet er bestemt i egen regnskapsstandard. Dette resulterer i det rapporterte årsresultatet. Poster som ikke er direkte resultatført i årsresultatet, inngår i utvidet resultat etter skatt. «Dirty surplus» består av poster som er ført direkte mot egenkapitalen. Det har vært et tilfelle av «dirty surplus» i analyseperioden, som gjelder justering av inngående egenkapital i 2013 grunnet retrospektiv anvendelse av IAS 19R.

Steg 2 og 3 – Fordele FNR på drift og finans, samt trekke ut unormale poster

I steg 2 fordeles fullstendig nettoresultat til egenkapitalen på de ulike «kapitalene». Steg 3 innebærer å skille det unormale fra det normale. Normale poster kjennetegnes ved å være varige eller permanente, det vil si at de forventes å komme tilbake periode etter periode. Unormale poster kjennetegnes ved at de forekommer i en eller få perioder, og vil dermed være mindre relevant for fremtiden. Vi anser det derfor som hensiktsmessig å se disse to stegene i sammenheng. Vi har videre gjennomgått de rapporterte resultatene til Rema 1000, og følgende vurderinger er gjort:

Driftsresultatet er i sin helhet knyttet til driften av virksomheten. Vi har imidlertid klassifisert noen av postene som unormalt driftsresultat, da de er funnet å være uforutsigbare og mindre

relevant for fremtidsprognoser. Dette gjelder *nedskrivninger av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler, netto gevinster/tap* som er knyttet til driftsaktiviteter, *verdiendring investeringseiendom* og *utvidede resultatposter (OCI)*. *Investeringseiendom* klassifiseres som driftsrelatert, da det er av vår oppfatning at Rema 1000 holder eiendom som en vesentlig del av driften, både med tanke på lokasjon og utforming av lokaler. I tillegg var det som nevnt en justering av inngående egenkapital i 2013, som også er plassert i unormalt driftsresultat. I de øvrige postene i driftsresultatet har vi ikke avdekket vesentlige poster som ikke er knyttet til driften.

Videre er *nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter* klassifisert som drift, da dette er selskap som er anskaffet som del av driften, blant annet en eierandel i BAMA Gruppen. Her er skatt trukket ut, og driftsskattesats er benyttet. I 2016 gir dette et normalisert netto driftsresultat på 1 700 MNOK, se oppstilling fra 2011 til 2016 i tabell 5.7.

Alle tall i NOK mill.						
Normalisert resultat konsern	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	29 719	34 292	40 132	43 386	47 911	53 175
Andre inntekter	514	492	590	690	584	815
Driftsinntekter	30 233	34 784	40 722	44 076	48 495	53 990
Varekostnad	-24 722	-28 562	-33 652	-36 630	-40 507	-45 238
Lønnskostnad	-1 091	-1 321	-1 655	-1 499	-1 865	-1 955
Andre driftskostnader	-2 674	-2 968	-3 358	-3 708	-3 874	-4 067
Avskrivninger varige driftsmidler	-406	-388	-467	-491	-503	-509
Amortisering immaterielle eiendeler	-4	-10	-15	-32	-39	-58
Driftskostnader	-28 897	-33 249	-39 147	-42 360	-46 788	-51 827
Driftsresultat fra egen virksomhet	1 336	1 535	1 575	1 716	1 707	2 163
Driftsrelatert skattekostnad	-345	-397	-407	-444	-441	-559
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	991	1 138	1 168	1 272	1 266	1 604
Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	44	51	51	27	112	96
Netto driftsresultat	1 035	1 190	1 219	1 300	1 378	1 700

Tabell 5.7 – Normalisert driftsresultat Rema 1000

Finansinntekter består hovedsakelig av renteinntekter og eventuelt utbytte og inngår i nettoresultat til sysselsatt kapital. Videre er *finanskostnader* plassert under nettoresultat til sysselsatt kapital, sammen med *netto minoritetsresultat*. Avslutningsvis har vi *unormalt netto driftsresultat*, nevnt ovenfor, samt *unormalt netto finansresultat* som inngår i fullstendig nettoresultat til egenkapital, hvor *unormalt netto finansresultat* består av gevinster/tap på aktiviteter knyttet til finans. Utover driftsresultatet har vi følgende poster:

Alle tall i NOK mill.						
Normalisert resultat konsern	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto finansinntekt	13	79	43	29	25	21
Netto finanskostnad	-66	-138	-109	-106	-83	-74
Netto minoritetsresultat	-11	-15	-9	-14	-14	-18
Unormalt netto driftsresultat	-29	-69	71	40	196	-47
Unormalt netto finansresultat	0	-71	10	-8	12	13
Netto minoritetsresultat unormalt	0	0	0	0	0	0

Tabell 5.8 – Finans, minoritet og unormale poster

Steg 4 – Fordele skattekostnad

Det siste steget går ut på å fordele skattekostnaden. Utgangspunktet for fordeling av skattekostnad er selskapsskattesatsen (Knivsflå, 2017, F4, s. 58). Gjennomsnittlig selskapsskattesats er på 27 % gjennom analyseperioden, jf. tabell 5.9. Gjennom steg 2 og 3 har vi imidlertid fått et bedre innblikk i de ulike kildene til skatt, slik at selskapsskattesatsen kan tilpasses til de ulike postene i resultatet. Selskapsskattesatsen kan dermed fordeles på både normalt og unormalt drift- og finansresultat.

Finanskostnadene består hovedsakelig av rentekostnader, og vil dermed gi skattefradrag for selskapet det året de betales. Ved beregning av skatt på finanskostnader benytter vi dermed selskapsskattesatsen for det enkelte år.

Finansinntekter og *unormalt netto finansresultat* kan på den annen side fort bli berørt av fritaksmetoden i skatteloven (Skatteloven, 1999, § 2-38), noe som medfører skattefritak på visse poster. Notene i regnskapet er ikke tilstrekkelig detaljerte til å si noe om sammensetningen av skattepliktige og skattefrie finansinntekter. Vi antar likevel at det er sannsynlige at posten vil inneholde begge typer, slik at en skattesats lik selskapsskattesatsen vil være for høy. Ved beregning av skatt på finansinntekter og unormalt netto finansresultat benytter vi dermed 2/3 av selskapsskattesatsen (Knivsflå, 2017, F4, s. 62).

Til nå er skatt fordelt på finanspostene. Den resterende andelen av den rapporterte skattekostnaden vil dermed fordeles på driftspostene. For å fordele skattekostnad på driftspostene må vi først beregne den effektive driftsskattesatsen for hver periode. Dss beregnes som følger (Knivsflå, 2017, F4, s. 67):

$$dss = \frac{\text{Normal driftsskattesats} - \text{fordelt finansskatt}}{\text{Driftsresultat før skatt} + \text{unormalt netto driftsresultat}}$$

Selskapsskattesatsene og driftsskattesatsene presenteres i tabell 5.9:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
sss	28 %	28 %	28 %	27 %	27 %	25 %	27 %
dss	27 %	28 %	27 %	27 %	24 %	23 %	26 %

Tabell 5.9 – Selskapsskattesats og driftsskattesats

Videre har vi identifisert normalisert driftsskattesats (ndss), som er den minst ekstreme av gjennomsnitt og median av driftsskattesatsen (Knivsflå, 2017, F4, s. 71). I vårt tilfelle har vi benyttet gjennomsnittet på 26 %, som best representerer nedgangen de siste årene.

På *driftsresultat fra egen virksomhet* har vi benyttet normalisert driftsskattesats ved beregning av skattekostnad. På *unormalt driftsresultat* benyttes driftsskattesatsen, men i tillegg har vi hensyntatt effekten differansen mellom ndss og dss har på driftsresultat fra egen virksomhet.

Dette gir oss følgende avstemming av fordeling av skattekostnaden de ulike årene:

Kilde	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsresultat	345	397	407	444	441	559
Resultat fra tilknyttet virksomhet	16	20	19	10	35	29
Finansinntekt	3	18	10	6	5	4
Finanskostnad	-26	-54	-42	-39	-31	-25
Unormalt driftsresultat	-4	2	4	22	21	2
Unormalt finansresultat	0	-16	2	-2	3	3
Unormal Skatt	15	30	15	15	-33	-65
Totalt fordelt skattekostnad	350	397	415	456	442	507
Rapportert skattekostnad	350	397	415	456	442	507
Differanse	0	0	0	0	0	0

Tabell 5.10 – Fordeling av skattekostnad

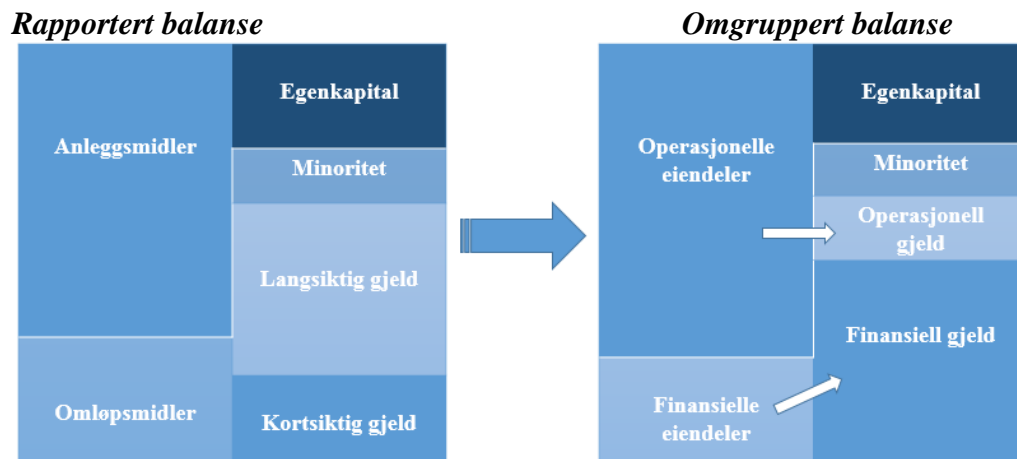
Etter omgruppering av resultatet får vi dermed endring egenkapital i bunn til å stemme med endring egenkapital i balansen både for Rema 1000 og de sammenlignbare virksomhetene. Fullstendig normalisert resultat for Rema 1000 er presentert i tabell 5.11:

Alle tall i NOK mill.						
Normalisert resultat konsern	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	30 233	34 784	40 722	44 076	48 495	53 990
Driftskostnader	-28 897	-33 249	-39 147	-42 360	-46 788	-51 827
Driftsresultat fra egen virksomhet	1 336	1 535	1 575	1 716	1 707	2 163
Driftsrelatert skattekostnad	-345	-397	-407	-444	-441	-559
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	991	1 138	1 168	1 272	1 266	1 604
Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	44	51	51	27	112	96
Netto driftsresultat	1 035	1 190	1 219	1 300	1 378	1 700
Netto finansinntekt	13	79	43	29	25	21
Nettoresultat til sysselsatt kapital	1 048	1 268	1 262	1 328	1 402	1 721
Netto finanskostnad	-66	-138	-109	-106	-83	-74
Netto minoritetsresultat	-11	-15	-9	-14	-14	-18
Nettoresultat til egenkapital	970	1 115	1 145	1 208	1 305	1 630
Unormalt netto driftsresultat	-29	-69	71	40	196	-47
Unormalt netto finansresultat	0	-71	10	-8	12	13
Netto minoritetsresultat unormalt	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	941	975	1 225	1 240	1 513	1 596
Netto betalt utbytte	-703	-530	-570	-180	-345	-506
Endring i egenkapital	238	445	655	1 060	1 168	1 090

Tabell 5.11 – Normalisert resultat Rema 1000

5.3.2 Omgruppering balanse

Dagens balanseoppstilling etter IFRS presenterer eiendelene etter likviditet og gjelden etter forfallstid. Balanseoppstillingen kan derfor sies å være *kreditororientert*. Dette oppstillingen er nyttig ved analyse av risiko, men fra en investors ståsted er det mer relevant å vite hva det er som driver lønnsomhet og vekst i virksomheten. Som tidligere nevnt er det *driften* som genererer verdier i et selskap. Det er derfor hensiktsmessig å skille mellom balanseposter relatert til drift og poster relatert til finans. Omgrupperingen av balansen er illustrert i figur 5.12.



Figur 5.12 – Rapportert og omgruppert balanse

I omgruppering av balansen er følgende vurderinger gjort:

Varige driftsmidler er kategorisert både som driftsrelaterte og finansielle eiendeler. *Utsatt skattefordel, immaterielle eiendeler, investeringseiendom, varige driftsmidler, investering i tilknyttede selskap og pensjonsmidler* inngår i driftsrelaterte anleggsmidler. *Investeringseiendom* har vi plassert under drift, da det er av vår oppfatning at det er en viktig del av Rema 1000 sin virksomhet å stille med lokaler til franchisetakerne. I tillegg har vi inntrykk av at blant annet utforming og lokasjon av disse er viktig for virksomheten.

Investering i tilknyttede selskap er også driftsrelatert da disse investeringene er i blant annet leverandører, som er i nært tilknytning til drift. I tillegg er inntekter fra tilknyttede selskap driftspost i resultatet, som gjør at det er konsistens mellom resultat og balanse. Dette er også årsaken til at pensjonsmidler er driftsrelatert, da tilhørende resultatposter ligger under lønnskostnader i driftsresultatet. Resterende anleggsmidler er *eiendeler tilgjengelig for salg*. Disse klassifiseres som *finansielle eiendeler*.

Omløpsmidler er hovedsakelig relatert til driften. *Varer og kundefordringer* er dermed plassert under driftsrelatert arbeidskapital. *Derivater* er knyttet til de finansielle investeringene, og klassifiseres dermed som finansiell eiendel. *Bankinnskudd* klassifiseres også som finansiell eiendel, da tilhørende resultatpost er klassifisert som finansinntekt.

Ikke-kontrollerende eierinteresser er presentert som egenkapital i årsregnskapet, og vises som egen post i vår omgrupperte balanse.

På gjeldssiden finner vi *kortsiktig og langsiktig gjeld*. Av den *langsiktige gjelden* er *utsatt skatt, pensjonsforpliktelser, andre avsetninger for forpliktelser og annen gjeld* klassifisert som driftsrelatert. *Utsatt skatt* er differansen mellom regnskapsmessige og skattemessige verdier og tilsvarer skatteforpliktelsen som oppstår dersom eiendelene selges til bokført verdi i dag. *Utsatt skatt* klassifiseres derfor som driftsrelatert gjeld. *Pensjonsforpliktelsene* henger sammen med pensjonsmidler og lønnskostnad og er derfor presentert som drift.

Rentebærende langsiktig gjeld og derivater knyttet til rentebytteavtaler er klassifisert som *finansiell gjeld*, nettopp som følge av renteelementet. Samme vurdering er gjort ved fordeling av *kortsiktig gjeld*. Også her er *rentebærende kortsiktig gjeld* og tilhørende *derivater* klassifisert som *finansiell gjeld*. *Andre avsetninger for forpliktelser, betalbar skatt og leverandørgjeld* er dermed driftsrelatert og inngår i *driftsrelatert arbeidskapital*.

Rema 1000 sin omgrupperte balanse blir dermed som følger:

Alle tall i NOK mill.						
Omgruppert balanse Rema 1000	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3 051	3 428	4 329	5 527	6 856	7 881
Driftsrelatert arbeidskapital	1 078	1 552	1 044	1 073	1 076	961
Netto driftseiendeler	4 129	4 980	5 373	6 600	7 932	8 842
Egenkapital	2 584	3 029	3 684	4 744	5 912	7 002
Ikke-kontrollerende eierinteresser	108	49	58	66	74	107
Netto finansiell gjeld	1 437	1 902	1 631	1 790	1 946	1 733
Netto driftskapital	4 129	4 980	5 373	6 600	7 932	8 842

Tabell 5.13 – Rema 1000, omgruppert balanse

Omgrupperingen viser at Rema 1000 har positiv driftsrelatert arbeidskapital og netto finansiell gjeld. Fullstendig omgruppering spesifisert per regnskapslinje og oppdeling i sysselsatt kapital presenteres etter justeringene i kapittel 5.4, hvor også omgruppering av både resultat og balanse for bransjen er presentert.

Etter omgruppering av resultat og balanse får vi følgende kontantstrømpoppstilling fra 2011 til 2016:

Alle tall i NOK mill.						
Kontantstrømoppstilling	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsresultat	1 035	1 190	1 219	1 300	1 378	1 700
+ Unormalt netto driftsresultat	-29	-69	71	40	196	-47
- Endring netto driftseiendeler	485	851	393	1 227	1 332	910
= Fri kontantstrøm drift	520	269	897	112	241	743
+ Netto finansinntekter	13	79	43	29	25	21
+ Unormalt netto finansresultat	0	-71	10	-8	12	13
- Endring finansielle eiendeler	2902	-1 254	-204	-249	-68	-446
= Fri kontantstrøm sysselsatt kapi	-2 369	1 531	1 154	382	346	1 224
- Netto finanskostnad	-66	-138	-109	-106	-83	-74
+ Endring finansiell gjeld	3075	-789	-475	-90	88	-659
+ Netto minoritetsresultat	-11	-15	-9	-14	-14	-18
+ Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0
+ Endring minoritetsinteresser	74	-59	9	8	8	33
= Fri kontantstrøm egenkapital/	703	530	570	180	345	506
Netto betalt utbytte						

Tabell 5.14 – Rema 1000, kontantstrømoppstilling

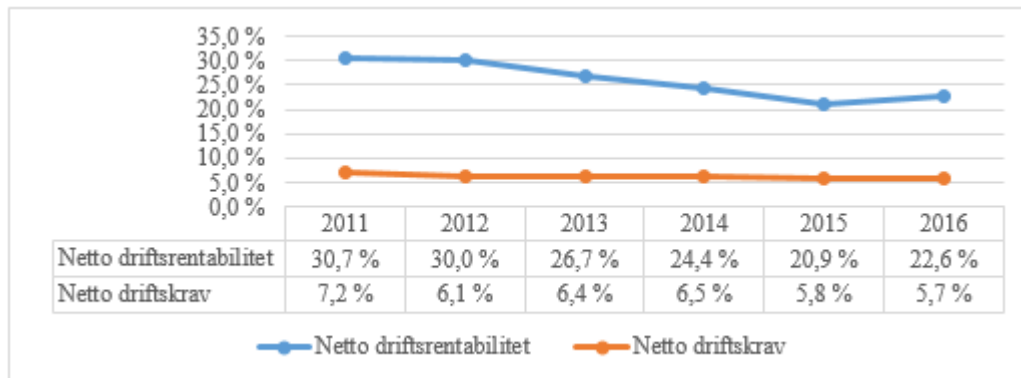
5.4 Analyse av målefeil og justering

I teorien skal finansregnskapet gjenspeile en virksomhets underliggende økonomiske forhold. Denne gjenspeilingen kan imidlertid være preget av «målefeil» eller «målestøy» som gjør finansregnskapet upresist eller imperfekt (Knivsflå, 2017, F6, s. 4). I dette kapitlet vil vi derfor kartlegge hvilke regnskapstall og vurderinger som kan være gjenstand for målefeil og justere disse tilsvarende. Målsetningen med å justere regnskapstallene er å forbedre påliteligheten av regnskapstallene, og dermed påliteligheten av konklusjonene som trekkes på bakgrunn av regnskapstallene.

Nødvendigheten av justering av regnskapstall er imidlertid omdiskutert. Det kan hevdes at eksterne analytikere har dårligere informasjon enn virksomhetene som utarbeider regnskapet, og at justering kun vil føre til enda mer «støy» i regnskapstallene (Knivsflå, 2017, F7, s. 9). På den annen side kan det også argumenteres for at justering er nødvendig. Palepu mfl. (2013) mener at justering strengt talt er nødvendig for at regnskapstallene skal gjenspeile de underliggende økonomiske forholdene. Nødvendigheten av justering begrunnes i at mekanismene som skal begrense ledelsens muligheter til å påvirke regnskapsdata (ekstern revisjon, regnskapsregler o.l.) er for dårlige (Palepu mfl., 2013, s. 88). Videre kan nødvendigheten for justering også begrunnes i at målefeil grunnet manglende balanseføring

kan føre til store problemer ettersom rentabiliteten blir tilslørt. Dette kan videre føre til systematisk feil i den senere framskrivningen og budsjetteringen (Knivsflå, 2017, F7, s. 11).

Med en gjennomsnittlig netto driftsrentabilitet på 25,9 %, er den gjennomsnittlige driftsfordelen til Rema 1000 svært høy i forhold til driftskravet. Dette kan tyde på at det eksisterer målefeil i regnskapstallene. Tabellen under viser netto driftsrentabilitet og netto driftskravet gjennom analyseperioden. Kravene er for øvrig beregnet i kapittel 7.



Figur 5.15 – Netto driftsrentabilitet, ujustert

Vi vil her se nærmere på mulige målefeil i både regnskapstallene til Rema 1000 og regnskapstallene for de komparative virksomhetene. Vi har valgt å gjøre dette for at sammenligningsgrunnlaget skal bli best mulig.

5.4.1 Tre typer målefeil

Målefeil oppstår når de rapporterte regnskapstallene avviker fra virkeligheten (Knivsflå, 2017, F7, s. 4). Med andre ord, målefeil oppstår når *rapportert* rentabilitet avviker fra *virkelig* rentabilitet. Dette kan uttrykkes som følger:

$$\text{Målefeil} = \text{ekr} - \text{ekk}$$

hvor *ekr* = egenkapitalrentabilitet og *ekk* = egenkapitalkravet

Knivsflå (2017) viser videre til tre typer målefeil som kan forekomme i regnskapstallene (Knivsflå, 2017, F6, s. 50). Målefeil i regnskapstallene kan derfor dekomponeres som vist under:

$$\text{Målefeil} = (\text{ekr}^* - \text{ekk}) + (\text{ekr}_{GRS} - \text{ekr}^*) + (\text{ekr} - \text{ekr}_{GRS})$$



Figur 5.16 – Tre typer målefeil

MF 1 – Målefeil av type 1 oppstår grunnet et avvik mellom «god» rentabilitetsmåling (ekr^*) og normalavkastningen (ekk). Denne typen målefeil er altså et mål på superrentabilitet eller strategisk fordel (jf. kapittel 4.1). Ettersom MF1 er et uttrykk for virksomhetens underliggende strategiske fordel er MF1 en ønsket målefeil og følgelig ikke gjenstand for justering. Vi vil derfor fokusere på målefeil av type 2 og type 3.

MF 2 – Målefeil av type 2 oppstår når egenkapitalrentabilitet etter regnskapsreglene (ekr_{GRS}) avviker fra egenkapitalrentabilitet med «god» måling (ekr^*) (Knivsflå, 2017, F6, s. 64). Med andre ord, MF 2 er støy som oppstår når regnskapsreglene tillater eller krever «dårlig» måling. Den potensielt største kilden til målefeil av type 2 er *manglende balanseføring*. Dette vil føre til at kapitalen er undervurdert og rentabiliteten overvurdert (Knivsflå, 2017, F6, s. 65). Denne typen målefeil vil derfor kunne representere støy i regnskapstallene og vil følgelig bli justert.

MF 3 – Målefeil av type 3 skyldes et avvik mellom rapportert egenkapitalrentabilitet (ekr) og egenkapitalrentabilitet etter regnskapsreglene (ekr_{GRS}) (Knivsflå, 2017, F6, s. 76). MF 3 er med andre ord målefeil som oppstår når en virksomhet rapporterer noe annet enn det den skal etter regnskapsreglene. Dette omtales ofte som kreativ regnskapsføring. Palepu mfl. (2013) viser til ledelsens insentiver som en faktor som kan fremprovosere denne typen målefeil. Denne typen målefeil er ofte både vanskelig og kostbar å oppdage.

5.4.2 Analyse av målefeil og justering

Ettersom Rema 1000 revideres av ekstern revisor og har hatt ren/normal revisjonsberetning gjennom hele analyseperioden, forutsetter vi at regnskapstallene er fri for, eller inneholder i svært liten grad, målefeil av type 3. I den videre diskusjonen vil vi derfor kun se nærmere på målefeil av type 2. Det er flere justeringer som i prinsippet kan være aktuelle, men vi har valgt å justere *markedsføringskostnader og operasjonell leie*. Vi vil i tillegg kommentere mulige målefeil i *driftsinntekter*. Vi velger å ikke gjennomføre flere justeringer i regnskapstallene, ettersom mange justeringer kan resultere i mer støy i regnskapstallene.

Vi ønsker å presisere at konsernregnskapet til Rema 1000 er ført etter IFRS gjennom hele analyseperioden, slik at vi unngår målefeil knyttet til ulik rapportering.

Markedsføringskostnader

I henhold til IAS 38 skal utgifter til markedsføring kostnadsføres direkte, og kan derfor ikke balanseføres som immaterielle eiendeler (IAS 38). Rema 1000 har investert stort i markedsføring og bygging av merkevare over en lang periode, noe som har resultert i et sterkt merkevarenavn. Blant annet rapporterte Virke Dagligvare nylig om at Rema 1000 ligger på tredjeplass over de merkevarene det snakkes mest om blant de mellom 18-34 år. Rema 1000 slår dermed både Facebook, Finn, og Spotify (Dagligvarehandelen, 2017a). Dette underbygges også av den strategiske analysen i kapittel 4. For Rema 1000 sitt vedkommende, kan derfor *markedsføringskostnader* sies å gi en verdi i framtiden. Det kan derfor være hensiktsmessig å aktivere hele eller deler av markedsføringskostnader. Vi velger derfor å balanseføre merkevarekapital slik at rentabilitetsanalysen bedre reflekterer de underliggende økonomiske forholdene.

Ved justering av markedsføringskostnader, forutsettes det at merkevarekapitalen er i en tilnærmet «steady state», hvor årlige investeringer i markedsføring tilsvarer årlige avskrivninger på merkevarekapital (Knivsflå, 2017, F7, s. 55). Justeringen vil dermed ikke ha noen effekt på resultatet.

Tabellen under viser markedsføringskostnadene over analyseperioden. Årsrapportene tilbyr lite informasjon om hvordan markedsføringsutgiftene fordeler seg på ulike markedsføringsaktiviteter. Vi forutsetter derfor at 70 % av kostnadene er investering i merkevarebygging og at resterende 30 % er periodekorrekte utgifter. At vi velger å aktivere en så høy prosentandel av markedsføringsutgiftene begrunnes med at Rema 1000 har satset tungt på merkevarebygging og i stor grad benyttet seg av ulike markedsføringstiltak gjennom analyseperioden. Dette gir en gjennomsnittlig investering i markedsføring på 292 MNOK.

Markedsføringskostnader	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Markedsføringskostnader	318	339	382	514	479	472	417
- Estimerte periodekorrekte utgifter (30%)	95	102	115	154	144	142	125
= Investering i markedsføring (70%)	223	237	267	360	335	330	292
Merkevarekapital (Snitt * 5 år)	1 461						

Tabell 5.17 – Investeringer i markedsføring. Tall i MNOK

Ved justeringen av markedsføringskostnader anser vi det rimelig å forvente en kort til mellomlang levetid, ettersom dagligvarebransjen er preget av sterk rivalisering mellom aktørene og kniving om markedsandeler, jf. kapittel 4. Vi benytter derfor en gjenværende

levetid på 5 år. Dette underbygges også av drøftingen av levetid på immaterielle eiendeler i årsrapporten til Rema 1000, hvor fremtidige bruksverdi antas å være 3-5 år (Rema 1000, 2017, s. 21). Dette gir en merkevarekapital på MNOK 1 461.

Kapitalisering av markedsføring vil som nevnt ikke vil ha noen effekt på resultatet. Effekten av justeringen vises av tabellene under. Som tabellen under viser vil justeringen ha en effekt ved at både netto eiendeler (NDE) og egenkapital (EK) øker. Fullstendig framstilling av omgrupperte og justerte regnskapstall presenteres i slutten av kapittelet.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Utgifter til markedsføring	223	237	267	360	335	330
Inngående merkevarekapital	1 461	1 461	1 461	1 461	1 461	1 461
+ Balanseføring av markedsføring	223	237	267	360	335	330
- Avskrivning = utgift	223	237	267	360	335	330
= Utgående merkevarekapital	1 461	1 461	1 461	1 461	1 461	1 461
= Virkning på driftseiendeler	1 461	1 461	1 461	1 461	1 461	1 461
- Virkning på utsatt skatt	380	380	380	380	380	380
= Virkning på egenkapital	1 081	1 081	1 081	1 081	1 081	1 081
Tilbakeføring av markedsføring	223	237	267	360	335	330
- Avskrivning av merkevarekapital	223	237	267	360	335	330
= Virkning på driftsresultat	0	0	0	0	0	0
- Virkning på driftsskatt	0	0	0	0	0	0
= Virkning på netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0

Tabell 5.18 – Justering av merkevarekapital. Tall i MNOK.

Operasjonell leie

En annen kilde til målefeil er manglende balanseføring av operasjonelle leieavtaler. Leieavtaler reguleres av IAS 17 og IFRIC 4 og i henhold til dagens regelverk, skilles det mellom finansielle- og operasjonelle leieavtaler. Finansielle leieavtaler innregnes som en eiendel i regnskapet og en tilsvarende gjeldsforpliktelse. I motsetning innregnes *ikke* operasjonelle leieavtaler i leietakers regnskap, men de årlige leieutgiftene kostnadsføres (IAS 17). Dette betyr at operasjonelle leieavtaler i sin helhet holdes utenfor balansen.

Vurderingen om en leieavtale er en finansiell- eller operasjonell leieavtale baserer seg på *subjektive vurderinger* (Palepu mfl., 2013, s.143). Skillet mellom finansielle- og operasjonelle leieavtaler har derfor ført til at IAS 17 kan brukes opportunistisk, ved at avtaler som *burde* vært innregnes, ikke innregnes etter standarden. I 2018 kommer imidlertid en ny standard for leieavtaler til anvendelse, nemlig IFRS 16. Denne standarden har som utgangspunkt at *alle* leieavtaler skal behandles likt, slik at skillet mellom finansielle- og operasjonelle leieavtaler

forsvinner. Etter IFRS 16 skal derfor *alle* leieavtaler innregnes som en eiendel og en tilsvarende forpliktelse i balansen.

På bakgrunn av overnevnte diskusjon vil vi justere operasjonelle leieavtaler. Dette gjøres både for å motvirke effekten av manglende balanseføring av operasjonelle leieavtaler etter IAS 17, men også for å reflektere endringene som innføringen av IFRS 16 kan medføre. Balanseføring av operasjonell leie vil derfor gi en jevnere framtidig inntjening, og dermed gi et mer riktig bilde på framtidsprognoser. For Rema 1000 er dette særlig relevant grunnet den høye andelen leide lokaler i forhold til egneide lokaler, jf. tabell 5.19. Tallene er uthentet fra Rema 1000 sine årsrapporter for de respektive årene.

Rema 1000	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Antall eid	0	7	11	22	28	39
Antall leid	0	749	778	803	884	881

Tabell 5.19 – Antall eide/leide utsalgssteder.

For å justere operasjonell leie, balanseføres leieretten som en eiendel, og leiekravet som gjeld (Knivsflå, 2017, F7, s.60). Vi forutsetter også her at kostnader til leieavtaler er i en tilnærmet «steady state». Dette betyr at leieretten og leiekravet antas å være likt, slik at effekten av justeringen ikke vil ha noen effekt på egenkapitalen til Rema 1000.

For å beregne størrelsen på leieretten og leiekravet, benyttes den gjennomsnittlige leiekostnaden. Denne multipliseres deretter med en kapitaliseringsfaktor (Knivsflå, 2017, F7, s.61). Tabellen under viser kostnadsført leiekostnad for Rema 1000 over analyseperioden. Gjennomsnittlig leiekostnad lyder på 1 393 MNOK.

Rema 1000	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Kostnadsført leie	1 157	1 212	1 301	1 446	1 566	1 673	1 393

Tabell 5.20 – Kostnadsført leie 2011-2016. Tall i MNOK.

Videre kan kapitaliseringsfaktoren uttrykkes som følger:

$$\text{Kapitaliseringsfaktor} = \frac{1}{r} - \left(\frac{1}{r * (1 + r)^T} \right)$$

hvor r =rente på finansiell gjeld, T =levetid på leiekapitalen

Rente på finansiell gjeld er presentert i tabellen under:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Finanskostnad (FK)	66,24	138,24	108,72	105,85	83,22	73,50	
Finansiell gjeld (FG)	4 539	3 750	3 275	3 185	3 273	2 614	
Rente (r)	0,01	0,04	0,03	0,03	0,03	0,03	0,0286

Tabell 5.21 – Beregning av rente på finansiell gjeld 2011-2016²

Videre forutsettes det en relativt lang levetid på leiekapitalen: Vi forutsetter en levetid på 8 år. Dette begrunnes i at majoriteten av Rema 1000s leieavtaler har en løpetid på 5-10 år, i tillegg til at over 90 % av leiekontraktene har en opsjon på forlengelse (ref. note 12).

På bakgrunn av de nevnte forutsetninger og beregninger, blir kapitaliseringsfaktoren som følger:

$$\text{Kapitaliseringsfaktor} = \frac{1}{0,0286} - \left(\frac{1}{0,0286 * (1 + 0,0286)^8} \right) = 7,06$$

Ved å multiplisere kapitaliseringsfaktoren med gjennomsnittlig leiekostnad over analyseperioden får vi estimert gjennomsnittlig leiekapital. Estimert gjennomsnittlig leiekapital i Rema 1000 blir dermed:

$$\text{Estimert gjennomsnittlig leiekapital} = 7,06 * 1\,393 = 9\,834$$

Altså er estimert gjennomsnittlig leiekapital i Rema 1000 omtrent 10 milliarder. Tabell 5.22 viser balansejusteringen av operasjonell leie.

² Rente = Finanskostnad/Finansiell gjeld (FK/FG)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Inngående leierett	9 834	9 834	9 834	9 834	9 834	9 834
+ Ny leie (leieutgift - rentekostnad)	1 013	849	975	1 119	1 316	1 396
- Avskrivning (= Avskrivningskomponent)	1 013	849	975	1 119	1 316	1 396
= Utgående leierett	9 834	9 834	9 834	9 834	9 834	9 834
Inngående leiekraft	9 834	9 834	9 834	9 834	9 834	9 834
+ Nye krav = leieutgift - leiekostnad	1 013	849	975	1 119	1 316	1 396
- Avdrag = Avskrivningskomponent	1 013	849	975	1 119	1 316	1 396
= Utgående leiekraft	9 834	9 834	9 834	9 834	9 834	9 834
Leie på rentekravet = Leiekraft 01.01 * rent	144	363	326	327	250	277

Tabell 5.22 – Balansejustering av operasjonell leie 2011 – 2016. Tall i MNOK.

Tabellene under viser videre hvilken effekt denne justeringen vil ha på henholdsvis balansen og resultatet:

Virkning på balanse	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftseiendeler	9 834	9 834	9 834	9 834	9 834	9 834
- Utsatt skatt (ndss = 0,26)	2 557	2 557	2 557	2 557	2 557	2 557
= Netto driftseiendeler	7 277	7 277	7 277	7 277	7 277	7 277
Egenkapital	0	0	0	0	0	0
Kortsiktig netto finansiell gjeld	750	629	721	828	974	1 033
Lansiktig netto finansiell gjeld	6 527	6 649	6 556	6 449	6 303	6 244
= Netto finansiell gjeld	7 277	7 277	7 277	7 277	7 277	7 277

Tabell 5.23 – Effekten av justeringen på balansen. Tall i MNOK

Virkning på resultat	2011	2012	2013	2014	2015	2016
NDR - fjerning av rentekostnad	144	363	326	327	250	277
- utsatt skatt ndss	37	94	85	85	65	72
= Netto driftsresultat	106	268	242	242	185	205
- Netto finanskostnad	106	268	242	242	185	205
= Fullstendig nettoresultat til EK	0	0	0	0	0	0

Tabell 5.24 – Effekten av justeringen på resultatet. Tall i MNOK.

5.4.3 Driftsinntekter

Avslutningsvis kan driftsinntektene til Rema 1000 også være en kilde til målefeil. I resultatregnskapet lyder Rema 1000s driftsinntekter for 2016 på 53 175 MNOK. Nærmere informasjon om driftsinntektene finner vi i note 5, hvor driftsinntektene dekomponeres etter

virksomhetsområdene. Det vi merker oss her, er at total butikkomsetning for 2016 i noteopplysning er *høyere* enn de rapporterte driftsinntektene for 2016. Dette gjelder for samtlige år i analyseperioden, ref. tabellen under.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	29 719	34 225	40 132	43 386	47 911	53 175
Total butikkomsetning	42 637	47 521	53 421	58 041	63 343	67 810
Differanse	12 918	13 296	13 289	14 655	15 432	14 635

Tabell 5.25 – Driftsinntekter og total butikkomsetning. Tall i MNOK.

Denne differansen oppstår ettersom omsetning gjennom franchisetakerne *ikke* inngår i driftsinntektene til Rema 1000 (Rema 2000, 2017, s. 27). I henhold til IFRS 10, må Rema 1000 ha *tilstrekkelig kontroll* over franchisetakerne for å konsolidere regnskapstallene til franchisetakerne i Rema konsernet. Ettersom Rema 1000 ikke eier alle butikkene som driftes under Rema-konseptet, har de ikke tilstrekkelig kontroll, og omsetningen fra franchisetakerne utelates fra driftsinntektene til konsernet. Se for øvrig omtale av dette i note 4 punkt 4.2.a.

Totalomsetning inkl. franchiseomsetning opplyses *likevel* i noteopplysningene fordi ledelsen i Rema 1000 mener at samlet omsetning er både viktig og avgjørende for å forstå virksomhetens økonomiske utvikling. Dette kan dermed representere en målefeil i form av blant annet undervurderte driftsinntekter. Denne typen målefeil vil påvirke regnskapet gjennomgående, da hele regnskapet ville blitt konsolidert dersom Rema 1000 eide alle butikkene.

Til tross for at driftsinntektene kan representere en målefeil med alvorlige konsekvenser, vil det være svært krevende oss som eksterne analytikere å ta hensyn til en slik målefeil i form av justering. Vi må dermed leve med en slik målefeil. I videre analyser må vi imidlertid ta hensyn til at dette kan påvirke både nøkkeltall og sammenligning mot de komparative virksomhetene. Vi har foretatt en vurdering over hvilken virkning manglende konsolidering vil ha på regnskapstallene. Virkningen av manglende konsolidering er presentert i forenklet forstand i tabell 5.26:

Virkning ved konsolidering	
Franchisetaker	Rema 1000
Salgsinntekter	
- Varekostnad	← Grossistinntekt
- Lønnskostnad	
- Franchisekostnad	→ Franchiseinntekt

Tabell 5.26 – Virkning konsolidering

Som vi ser av tabellen over er det hovedsakelig salgsinntektene og lønnskostnadene som vil påvirkes, og som dermed også vil påvirke videre analyser. Franchisetakerne vil mest sannsynlig benytte Rema 1000 som grossistledd, noe som vil medføre at varekostnaden til franchisetakeren, og tilsvarende inntekt i Rema 1000, vil bli eliminert ved konsolidering. Det samme gjelder franchiseavgiften, som i Rema 1000 sitt regnskap er presentert som inntekt og vil tilsvarende være en kostnad hos franchisetakerne. Øvrige salgsinntekter og lønnskostnader ville derimot økt ved konsolidering. Uten justering vil mest sannsynlig netto driftsmargin bli overvurdert. Dette kan gi en kunstig lønnskostnadsfordel. Vi viser til «common-size»-analysen i kapittel 8. Videre vil omløpet til netto driftseiendeler bli for lav som følge av undervurderte inntekter, i tillegg til at netto driftseiendeler blir overvurdert grunnet de øvrige justeringene. Vi må følgelig være kritisk i våre vurderinger i videre analyser.

5.4.4 Oppsummering av justering av Rema

Tabellene under viser effektene av foretatte justeringer av markedsføringskostnader og operasjonell leie.

Virkning av justering på resultatregnskapet Rema 1000						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tilbakeføring av utgifter til markedsføring	223	237	267	360	335	330
- Avskrivning på merkevarekapital	223	237	267	360	335	330
+ Tilbakeføring av operasjonell leie	1 157	1 212	1 301	1 446	1 566	1 673
- Avskrivning balanseført leierett	1 013	849	975	1 119	1 316	1 396
= Virkning på driftsresultat fra egen virksomhet	144	363	326	327	250	277
- Endring på utsatt skatt pga. markedsføring	0	0	0	0	0	0
- Endring på utsatt skatt pga. Leierett	37	94	85	85	65	72
= Virkning på netto driftsresultat fra egen virksomhet	106	268	242	242	185	205
= Virkning på fullstendig netto driftsresultat	106	268	242	242	185	205
- Rentekostnad på balanseført leiekraft	144	363	326	327	250	277
+ Endring i utsatt skatt pga. Balanseføring av leiekraft	37	94	85	85	65	72
= Virkning på fullstendig nettoresultat til egenkapital	0	0	0	0	0	0

Virkning av justering på balansen Rema 1000						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Virkning av balanseføring av markedsføring	1 461	1 461	1 461	1 461	1 461	1 461
+ Virkning av balanseføring av operasjonell leie	9 834	9 834	9 834	9 834	9 834	9 834
= Virkning på driftseiendeler	11 295	11 295	11 295	11 295	11 295	11 295
- Utsatt skatt ved balanseføring av markedsføring	380	380	380	380	380	380
- Utsatt skatt ved balanseføring av operasjonell leie	2 557	2 557	2 557	2 557	2 557	2 557
= Virkning på netto driftseiendeler	8 358	8 358	8 358	8 358	8 358	8 358
= Virkning på sysselsatte eiendeler	8 358	8 358	8 358	8 358	8 358	8 358
Virkning på egenkapital	1 081	1 081	1 081	1 081	1 081	1 081
+ virkning av balanseføring av operasjonelt leiekraft (netto)	7 277	7 277	7 277	7 277	7 277	7 277
= Virkning på sysselsatt kapital	8 358	8 358	8 358	8 358	8 358	8 358

Tabell 5.27 – Justering av målefeil oppsummert. Tall i MNOK.

Vi ser av tabell 5.27 at netto driftseiendeler er oppjustert med 8 358 MNOK, egenkapital er justert opp med 1 081 MNOK og finansiell gjeld er justert opp med 7 277 MNOK.

Vi har i dette kapittelet foretatt *vesentlig* justeringer av målefeil, hovedsakelig grunnet manglende balanseføring av operasjonell leie. Til tross for at vi har gjennomført vesentlig justering av målefeil, anser vi dette å være rimelig. Ettersom Rema 1000 i svært stor grad leier sine butikklokaler, drives majoriteten av Rema 1000 sin daglige drift gjennom disse leide lokalene. Ved å utelate de leide lokalene, vil rentabilitet, og dermed den strategiske fordelene, bli overvurdert. Vi mener derfor at det er urimelig at disse lokalene er utelates fra balansen. Videre omtaler også Rema selv at effekten av innføringen av nye IFRS 16 Leases vil ha en vesentlig effekt på regnskapstallene (Rema 1000, 2017, s. 23). Dette underbygger vår vurdering. Det er vanskelig å si om de gjennomførte justeringene er korrekt, og antageligvis er justeringen noe for høy. Vi anser likevel at de justerte tallene gir en bedre innsikt i de underliggende økonomiske forholdene enn ujusterte regnskapstall.

5.4.5 Presentasjon av omgrupperte og justerte tall for Rema 1000

På bakgrunn av overnevnte vurderinger og påfølgende justeringer, blir kontantstrøm, resultat, og balanse for Rema 1000 som følger:

Alle tall i NOK mill.						
Kontantstrømoppstilling	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsresultat	1 142	1 459	1 460	1 542	1 563	1 905
+ Unormalt netto driftsresultat	-29	-69	71	40	196	-47
- Endring netto driftseiendeler	485	851	393	1 227	1 332	910
= Fri kontantstrøm drift	627	538	1 138	354	426	948
+ Netto finansinntekter	13	79	43	29	25	21
+ Unormalt netto finansresultat	0	-71	10	-8	12	13
- Endring finansielle eiendeler	2 902	-1 254	-204	-249	-68	-446
= Fri kontantstrøm sysselsatt kapital	-2 262	1 800	1 395	624	531	1 429
- Netto finanskostnad	-173	-407	-350	-348	-268	-279
+ Endring finansiell gjeld	3 075	-789	-475	-90	88	-659
+ Netto minoritetsresultat	-11	-15	-9	-14	-14	-18
+ Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0
+ Endring minoritetsinteresser	74	-59	9	8	8	33
= Fri kontantstrøm egenkapital/ Netto betalt utbytte	703	530	570	180	345	506

Tabell 5.28 – Justert kontantstrøm Rema 1000

Alle tall i NOK mill.						
Normalisert og justert resultat Rema 1000	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	29 719	34 292	40 132	43 386	47 911	53 175
Andre inntekter	514	492	590	690	584	815
Driftsinntekter	30 233	34 784	40 722	44 076	48 495	53 990
Varekostnad	-24 722	-28 562	-33 652	-36 630	-40 507	-45 238
Lønnskostnad	-1 091	-1 321	-1 655	-1 499	-1 865	-1 955
Andre driftskostnader	-1 294	-1 519	-1 790	-1 902	-1 973	-2 064
Avskrivninger varige driftsmidler	-1 642	-1 474	-1709	-1 970	-2 154	-2 235
Amortisering immaterielle eiendeler	-4	-10	-15	-32	-39	-58
Driftskostnader	-28 753	-32 886	-38 821	-42 033	-46 538	-51 550
Driftsresultat fra egen virksomhet	1 480	1 898	1 901	2 043	1 957	2 440
Driftsrelatert skattekostnad	-382	-491	-492	-529	-506	-631
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	1 098	1 407	1 409	1 514	1 451	1 809
Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	44	51	51	27	112	96
Netto driftsresultat	1 142	1 459	1 460	1 542	1 563	1 905
Netto finansinntekt	13	79	43	29	25	21
Nettoresultat til sysselsatt kapital	1 155	1 537	1 503	1 570	1 587	1 926
Netto finanskostnad	-173	-407	-350	-348	-268	-279
Netto minoritetsresultat	-11	-15	-9	-14	-14	-18
Nettoresultat til egenkapital	970	1 115	1 145	1 208	1 305	1 630
Unormalt netto driftsresultat	-29	-69	71	40	196	-47
Unormalt netto finansresultat	0	-71	10	-8	12	13
Netto minoritetsresultat unormalt	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	941	975	1 225	1 240	1 513	1 596
Netto betalt utbytte	-703	-530	-570	-180	-345	-506
Endring i egenkapital	238	445	655	1 060	1 168	1 090

Tabell 5.29 – Normalisert og justert resultat Rema 1000

Alle tall i NOK mill.						
Omgruppert og justert balanse Rema 1000	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsrelaterte anleggsmidler	14 974	15 291	16 167	17 318	18 686	19 699
Driftsrelatert langsiktig gjeld	3 565	3 505	3 480	3 433	3 472	3 460
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	11 409	11 786	12 687	13 885	15 214	16 239
Andre driftsrelaterte omløpsmidler	4 644	5 672	6 359	6 211	7 095	7 438
Driftsrelatert kortsiktig gjeld	3 566	4 120	5 315	5 138	6 019	6 477
Driftsrelatert arbeidskapital	1 078	1 552	1 044	1 073	1 076	961
Netto driftsrelaterte eiendeler	12 487	13 338	13 731	14 958	16 290	17 200
Finansielle anleggsmidler	2 505	1 629	983	695	767	256
Finansielle omløpsmidler	597	219	661	700	560	625
Finansielle eiendeler	3 102	1 848	1 644	1 395	1 327	881
Sysselsatte eiendeler	15 589	15 186	15 375	16 353	17 617	18 081
Egenkapital	3 665	4 110	4 765	5 825	6 993	8 083
Ikke-kontrollerende eierinteresser	108	49	58	66	74	107
Finansiell gjeld	11 816	11 027	10 552	10 462	10 550	9 891
Sysselsatt kapital	15 589	15 186	15 375	16 353	17 617	18 081

Tabell 5.30 – Omgruppert og justert balanse Rema 1000, SSK

Alle tall i NOK mill.						
Omgruppert og justert balanse Rema 1000	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	11 409	11 786	12 687	13 885	15 214	16 239
Driftsrelatert arbeidskapital	1 078	1 552	1 044	1 073	1 076	961
Netto driftseiendeler	12 487	13 338	13 731	14 958	16 290	17 200
Egenkapital	3 665	4 110	4 765	5 825	6 993	8 083
Ikke-kontrollerende eierinteresser	108	49	58	66	74	107
Netto finansiell gjeld	8 714	9 179	8 908	9 067	9 223	9 010
Netto driftskapital	12 487	13 338	13 731	14 958	16 290	17 200

Tabell 5.31 – Omgruppert og justert balanse Rema 1000, NDK

5.4.6 Presentasjon av omgrupperte og justerte tall for bransjen

Videre har vi også omgruppert og justert regnskapstallene til de komparative selskapene i bransjeutvalget vårt. Dette gjøres for å øke sammenlignbarheten mellom Rema 1000 og bransjen. Justeringen følger samme mønster som justeringen av Rema 1000 sine regnskapstall. I tabellene under presenteres omgrupperte og justerte tall for bransjen.

Alle tall i NOK mill.						
Normalisert resultat bransjen	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	118 915	127 863	139 585	148 551	167 394	181 111
Driftskostnader	-113 958	-122 575	-134 643	-142 699	-163 012	-174 396
Driftsresultat fra egen virksomhet	4 957	5 288	4 942	5 852	4 382	6 715
Driftsrelatert skattekostnad	-1 287	-1 370	-1 275	-1 522	-1 088	-1 752
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	3 670	3 918	3 667	4 330	3 294	4 963
Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	205	320	322	233	338	292
Netto driftsresultat	3 875	4 238	3 989	4 563	3 632	5 255
Netto finansinntekt	184	277	272	217	234	324
Nettoresultat til sysselsatt kapital	4 059	4 515	4 260	4 780	3 866	5 580
Netto finanskostnad	-1 044	-1 261	-1 137	-1 230	-1 060	-1 094
Netto minoritetsresultat	-39	-44	-35	-42	-50	-52
Nettoresultat til egenkapital	2 976	3 209	3 089	3 508	2 755	4 434
Unormalt netto driftsresultat	-481	-462	-164	-72	-39	-25
Unormalt netto finansresultat	0	-71	10	-8	-7	13
Netto minoritetsresultat unormalt	14	0	-4	-2	12	13
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	2 509	2 677	2 930	3 426	2 722	4 435
Netto betalt utbytte	-1 765	-1 617	-1 086	-463	-870	-1 085
Endring i egenkapital	744	1 060	1 844	2 963	1 852	3 350

Tabell 5.32 – Normalisert og justert resultat bransjen

Alle tall i NOK mill.						
Omgruppert balanse Bransjen	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsrelaterte anleggsmidler	60 903	63 254	66 442	68 303	71 452	73 189
Driftsrelatert langsiktig gjeld	10 465	10 285	10 345	10 347	10 519	10 871
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	50 438	52 969	56 097	57 956	60 933	62 318
Andre driftsrelaterte omløpsmidler	16 640	17 672	19 358	21 427	21 702	22 966
Driftsrelatert kortsiktig gjeld	16 025	17 079	19 254	20 567	22 212	23 470
Driftsrelatert arbeidskapital	615	593	104	860	-510	-504
Netto driftsrelaterte eiendeler	51 053	53 562	56 201	58 816	60 423	61 814
Finansielle anleggsmidler	3 039	2 287	2 170	2 346	2 707	1 894
Finansielle omløpsmidler	3 470	3 000	2 985	3 133	4 828	4 999
Finansielle eiendeler	6 509	5 287	5 155	5 479	7 535	6 893
Sysselsatte eiendeler	57 562	58 849	61 356	64 295	67 958	68 707
Egenkapital	23 163	24 222	26 065	29 029	30 881	34 229
Minoritetsinteresser	254	322	352	370	380	415
Finansiell gjeld	34 145	34 305	34 939	34 896	36 697	34 063
Sysselsatt kapital	57 562	58 849	61 356	64 295	67 958	68 707

Tabell 5.33 – Omgruppert og justert balanse bransjen, SSK

Alle tall i NOK mill.						
Omgruppert balanse Bransjen	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	50 438	52 969	56 097	57 956	60 933	62 318
Driftsrelatert arbeidskapital	615	593	104	860	-510	-504
Netto driftseiendeler	51 053	53 562	56 201	58 816	60 423	61 814
Egenkapital	23 163	24 222	26 065	29 029	30 881	34 229
Minoritetsinteresser	254	322	352	370	380	415
Netto finansiell gjeld	27 636	29 018	29 784	29 417	29 162	27 170
Netto driftskapital	51 053	53 562	56 201	58 816	60 423	61 814

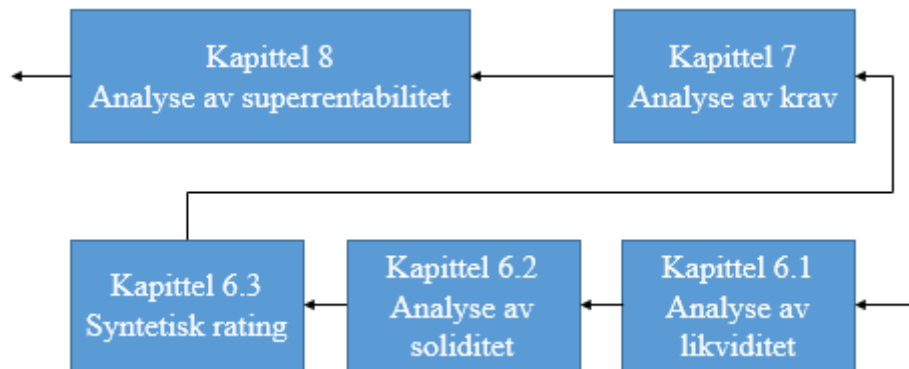
Tabell 5.34 – Omgruppert og justert balanse bransjen, NDK

Vi ønsker å påpeke at årsrapportene til NorgesGruppen ikke sier noe om markedsføringskostnader. For å gjøre det mulig å kapitalisere en merkevarekapital også for NorgesGruppen benytter vi derfor et *beste estimat* på markedsføringskostnader. Dette ble gjort på følgende måte: Først beregnet vi markedsføringskostnadene til Rema 1000 og Coop i prosentvis andel av andre driftskostnader (ADK). Beste estimat antas da å være det prosentvise gjennomsnittet av Rema og Coop multiplisert med NorgesGruppens ADK.

I den videre analysen benyttes omgrupperte og justerte tall for Rema 1000 og omgrupperte og justerte tall for bransjen.

5.5 Rammeverk for forholdstallanalyse

I de følgende kapitlene benytter vi de omgrupperte og justerte tallene fra kapittel 5 for å analysere risiko, krav og superrentabilitet. Dette gjøres i henhold til Knivsflå sitt rammeverk (2017, F4, s. 3) og er presentert i figur 5.35. Dette rammeverket samsvarer også med rammeverk presentert i annen verdsettelseslitteratur. Vi benytter derfor Penman (2013), Petersen (2017) og Palepu mfl. (2013) som tilleggslitteratur i forholdstallanalysen.



Figur 5.35 – Rammeverk for forholdstallanalyse

6. Analyse av risiko

Vi vil i dette kapitlet analysere risikoen til Rema 1000. Dette gjøres ved å gjennomføre en *kortsiktig* likviditetsanalyse og en *langsiktig* soliditetsanalyse. Begge analysene er indikatorer på virksomhetens evne til å tilbakebetale utestående gjeld (Penman, 2013, s. 648). Forskjellen mellom analysene er imidlertid tidsaspektet. Likviditet er avgjørende for at et selskap skal kunne betale løpende forpliktelser eller inneha lønnsomme investeringer. I verste fall leder mangel på likviditet til konkurs, og det er derfor viktig å analysere risiko både på kort og lang sikt (Petersen mfl., 2017, s. 211).

I dette kapitlet ser vi bort i fra den usystematiske risikoen, da en kreditor ikke kan diversifisere bort kredittrisikoen på samme måte som en investor kan diversifisere bort risiko i en investeringsportefølje. I tillegg skiller vi mellom *tidsserieanalyse*, som ser på forholdstallene til virksomheten bakover i tid (Knivsflå, 2017, F8, s. 8) og *bransjeanalyse*, som benytter bransjegjennomsnittet som målestokk (Knivsflå, 2017, F8, s. 18). Resultatet av analysene oppsummeres gjennom et ratingsystem, som videre benyttes som grunnlag for å estimere en kredittrisikopremie for Rema 1000, jf. kapittel 7.

I de kommende analysene benyttes omgrupperte og justerte regnskapstall presentert i kapittel 5, både for Rema 1000 og bransjen. Dette gjøres for å få mest mulig stabil og fremtidsrettet sammenligning (Knivsflå, 2017, F8, s. 11). Videre ønsker vi å presisere at alle gjennomsnitt benyttet i dette kapitlet er vektet med *likevekt*. Dette begrunnes med at til tross for at Rema 1000 har hatt en økning de siste årene, forventer vi at forholdstallene vil vende tilbake til gjennomsnittet, særlig grunnet økt konkurranse i lavprissegmentet. Vi viser for øvrig til den strategiske analysen i kapittel 4, hvor det blant annet argumenteres for tapte markedsandeler og økende konkurranse, særlig i lavprissegmentet.

6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse

Formålet med analyse av kortsiktig risiko er å avdekke hvor god evne en virksomhet har til å betale kortsiktige forpliktelser etter hvert som de forfaller, normalt på ettårig perspektiv (Petersen mfl., 2017, s. 211). Dårlig likviditet kan medføre at virksomheten kommer i en likviditetsskvis, og dette vil kunne gi oss en indikator på eventuell risiko for konkurs. Manglende likviditet vil også påvirke interessegruppene og kan dermed gi langsiktige konsekvenser. I de kommende analysene undersøker vi likviditet i tre trinn: *gjeldsdekning i*

balansen, gjeldsdekning gjennom resultat og kontantstrøm og gjeldsdekning i fremtiden (Knivsflå, 2017, F8, s. 39).

6.1.1 Gjeldsdekning i balansen

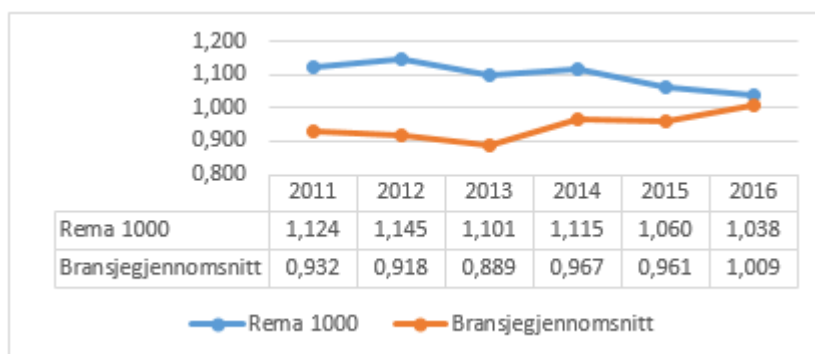
Likviditetsgrad

For å analysere om en virksomhet har nok likvide midler til å dekke kortsiktig gjeld, er analyse av likviditetsgrad mest benyttet i praksis. Dette er imidlertid et omdiskutert nøkkeltall, ettersom nøkkeltallet har en tendens til å gi inkonsistente signaler for selskaper som er i ferd med å feile (Kinserdal, 2017a, s. 42). Vi har derimot ingen indikatorer som tilsier at Rema 1000 eller noen av selskapene i bransjen har problemer med fortsatt drift, og vi benytter derfor likviditetsgrad i videre analyser.

Likviditetsgrad 1 måler hvor godt konsernets mest likvide eiendeler dekker gjeld som forfaller i løpet av den neste regnskapsperioden (Petersen mfl., 2017, s. 231), og uttrykkes som følger:

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

Likviditetsgrad 1 bør i henhold til blant annet Knivsflå (2017, F8, s. 42) være minst 2, mens andre analytikere mener at over 1 er tilstrekkelig (Palepu mfl, 2013, s. 196). Likevel vil nok den beste målestokken være bransjegjennomsnittet. Likviditetsgrad 1 anses dermed som relativt god dersom den er større enn bransjegjennomsnittet (Knivsflå, 2017, F8, s. 42). Vi får dermed følgende oppstilling for Rema 1000 og bransjen:



Figur 6.1 – Likviditetsgrad 1

Tabell 6.1 viser at Rema 1000 har hatt likviditetsgrad 1 høyere enn bransjegjennomsnittet gjennom hele analyseperioden. Den har imidlertid ikke vært over måltallet 2. En

likviditetsgrad 1 som er over 1 tilsier likevel at kortsiktig gjeld har over 100 % dekning i omløpsmidlene. Vi ser også at Rema 1000 og bransjen har hatt jevn utvikling fra 2011 til 2014, men fra 2015 til 2016 har Rema 1000 gått motsatt vei enn bransjen, det vil si at likviditetsgraden nærmer seg bransjen. En forklaring på dette kan være økt konkurranse i lavprissegmentet. Vi forventer dermed at Rema 1000 og bransjen over tid vil ligge på samme nivå. På sikt vil det heller ikke være overraskende om Rema 1000 får en lavere likviditetsgrad 1 enn bransjegenomsnittet.

Gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 til Rema 1000 er 1,097 og for bransjen 0,946. Begge er lavere enn normtallet på 2. Dette kan henge sammen med at dagligvarebransjen har høy omløpshastighet på varelageret, slik at det vil være hensiktsmessig at kortsiktig gjeld og omløpsmidler har et tilnærmet en til en forhold. I tillegg er det lite finansrelaterte poster i balansen. Konklusjonen er dermed at Rema 1000 har en god likviditetsgrad 1 relativt til bransjen, og dermed en sunn kortsiktig gjeldsdekning i balansen.

Likviditetsgrad 1 kan videre dekomponeres til *driftsrelatert likviditetsgrad* og *likviditetsgrad 2*. Driftsrelatert likviditetsgrad måler i hvor stor grad driftsrelaterte omløpsmidler dekker kortsiktig driftsrelatert gjeld. Likviditetsgrad 2 måler i hvor stor grad finansielle omløpsmidler dekker total kortsiktig gjeld, det vil si hvor mye som kan frigjøres uten at det går utover driften (Knivsflå, 2017, F8, s. 44). Dette gir følgende dekomponering av likviditetsgrad 1:

Rema 1000	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt Rema	Bransjesnitt
Driftsrelatert likviditetsgrad	1,302	1,377	1,196	1,209	1,179	1,148	1,235	1,004
* Vekt KDG i forhold til KG	0,765	0,800	0,834	0,829	0,833	0,834	0,816	0,796
+ Likviditetsgrad 2	0,128	0,043	0,104	0,113	0,078	0,080	0,091	0,149
= Likviditetsgrad 1	1,124	1,145	1,101	1,115	1,060	1,038	1,097	0,946

Tabell 6.2 – Dekomponering likviditetsgrad 1

Vi bemerker oss at Rema 1000 har lavere gjennomsnitt på likviditetsgrad 2, men høyere driftsrelatert likviditetsgrad. Totalt sett gir dette et bedre gjennomsnitt på likviditetsgrad 1 i forhold til bransjen. Årsaken til at likviditetsgrad 2 er lavere er at Rema 1000 generelt sett har lavere andel finansielle omløpsmidler enn bransjen. Når det gjelder bransjen, drar spesielt Coop opp gjennomsnittet. I tillegg vil balansen til Rema 1000 være preget av at de driver fullt ut i lavprissegmentet.

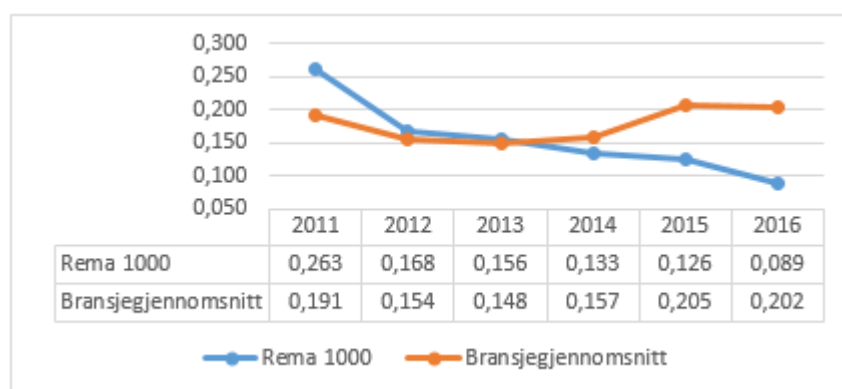
Finansiell gjeldsdekning

Likviditetsgrad er et kortsiktig mål på gjeldsdekning, men på lengre sikt benytter vi samlet finansiell gjeldsdekning i balansen som mål. Vi undersøker da i hvilken grad finansielle

eiendeler dekker finansiell gjeld. Dess mindre finansielle eiendeler, dess større fare for likviditetskrise (Knivsflå, 2017, F8, s. 46). Langsiktig finansiell gjeldsdekning uttrykkes som følger:

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

Dette gir følgende finansiell gjeldsdekning for Rema 1000 og bransjen:



Figur 6.3 – Langsiktig finansiell gjeldsdekning

Grafen over viser at Rema 1000 har hatt høyere finansiell gjeldsdekning enn bransjen fra 2011 til 2013. Siden 2014 har de imidlertid lagt under bransjen. Det er særlig langsiktige finansielle fordringer i Rema 1000 som er redusert de siste årene. Dette er en indikator på at det er større fare for likviditetskrise dersom Rema 1000 skulle komme i likviditetsskvis. Dette vil dermed være ett rødt flagg og kan medføre konsekvenser på sikt, dersom utviklingen følger denne kurven. Ettersom Rema 1000 ikke har negativ historikk på dette området, er det likevel ingen grunn til å tro at de er i faresonen foreløpig. Vi ønsker også å påpeke at justering av operasjonell leie (jf. delkapittel 5.4) virker inn på den finansielle gjelden, noe som gjør at forholdstallene i vår analyse gir dårligere score enn om vi hadde benyttet de rapporterte tallene.

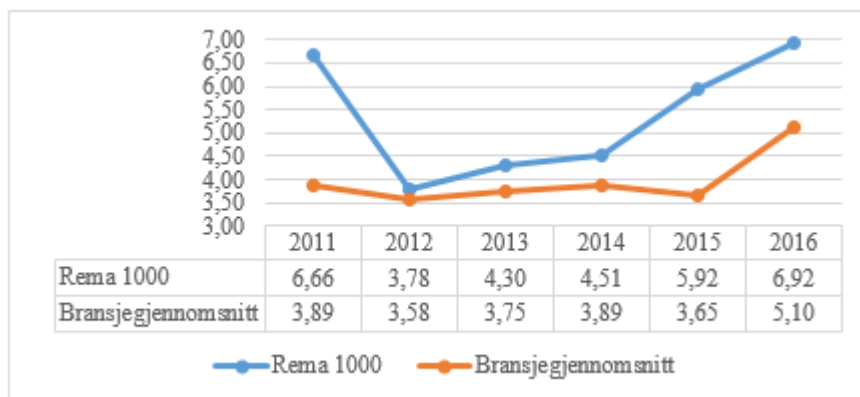
6.1.2 Gjeldsdekning gjennom nettoresultat og kontantstrøm

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad viser i hvor stor grad selskapet evner å dekke rentekostnader gjennom nettoresultat fra sysselsatt kapital, som er netto driftsresultat tillagt netto finansinntekter. Vi benytter som nevnt normaliserte og justerte tall, da dette er mest hensiktsmessig for konkursprediksjon (Knivsflå, 2017, F8, s. 49). Rentedekningsgrad uttrykkes med følgende formel:

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

Dette gir følgende resultat for Rema 1000 og bransjen:



Figur 6.4 – Rentedeckningsgrad

Rentedeckningsgraden viser hvor mange ganger nettoresultat fra sysselsatt kapital dekker netto finanskostnader (Petersen mfl., 2017, s. 224). Rema 1000 har jevnt over bedre rentedeckningsgrad enn bransjen i analyseperioden. Vi er kjent med at et av målene til Rema 1000 er å være gjeldfri, noe som gjenspeiles i denne utviklingen. Mindre gjeld vil medføre lavere rentekostnader, og dermed bedre rentedeckningsgrad gitt at resultatene opprettholdes. Vi ser videre at justeringen for målefeil i kapittel 5 gir noe støy i tallene, særlig som følge av lave rentekostnader i 2011, som gir et bratt fall i kurven. Utover dette virker økningen rimelig.

En svakhet ved måltallet er at det ikke tar hensyn til dekning av avdrag, kun dekning av finanskostnader. Etersom gjeldsnivået til Rema 1000 er relativt lavt, er det likevel ikke grunn til å tro at de vil ha dårligere dekning enn bransjen dersom vi inkluderte avdrag i beregningen. Vi kan dermed konkludere med at Rema 1000 har god evne til å betjene gjeldskostnader som følge av god inntjening og lavt nivå på nettofinanskostnader i forhold til bransjen.

Kontantstrømanalyse

Gjeldsdekning gjennom balanse og resultat er viktige indikatorer for å undersøke et selskaps likviditet. Et selskap har ikke evne til å dekke gjeld uten bidrag fra driften og eventuelle finansinntekter, det vil si positive kontantstrømmer. I kapittel 5 satt vi opp omgruppert og justert kontantstrøm, som viser kontantstrøm til egenkapitalen. I dette kapittelet ønsker vi å vise endringer i de likvide midlene for en mer kreditororientert fremstilling, og omgrupperer derfor kontantstrømmen for dette formålet (Knivsflå, 2017, F8, s. 54):

Alle tall i NOK mill.						
Endring likvide midler	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsresultat	1 142	1 459	1 460	1 542	1 563	1 905
+ Unormalt netto driftsresultat	-29	-69	71	40	196	-47
- Endring netto driftseiendeler	485	851	393	1 227	1 332	910
= Fri kontantstrøm drift	627	538	1 138	354	426	948
- Netto finanskostnad	-173	-407	-350	-348	-268	-279
+ Endring finansiell gjeld	3 075	-789	-475	-90	88	-659
+ Netto minoritetsresultat	-11	-15	-9	-14	-14	-18
+ Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0
+ Endring minoritetsinteresser	74	-59	9	8	8	33
= Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift	3 592	-732	313	-89	240	26
- Netto utbetalt utbytte	703	530	570	180	345	506
= Fri kontantstrøm til finansiell investering	2 889	-1 262	-257	-270	-105	-480
+ Netto finansinntekter	13	79	43	29	25	21
+ Unormalt netto finansresultat	0	-71	10	-8	12	13
= Kontantstrøm til finansiell investering	2 902	-1 254	-204	-249	-68	-446
+ Inngående finansielle eiendeler	200	3 102	1 848	1 644	1 395	1 327
= Utgående finansielle eiendeler	3 102	1 848	1 644	1 395	1 327	881
Fordelt på						
kontanter	586	219	647	667	532	615
fordringer	2 500	1 615	982	725	792	241
investeringer	16	14	15	3	3	25

Tabell 6.5 – Endring likvide midler

Netto driftsresultat er positivt alle år, noe som tilsier lønnsom drift og dermed positive kontantstrømmer fra driften. Videre er også *endring netto driftseiendeler* positiv, noe som tilsier økning i netto driftseiendeler. Dette reduserer *fri kontantstrøm fra drift*. Denne er likevel positivt, noe som tilsier at driften til Rema 1000 skaper kontantstrømmer som kan benyttes til dekning utover ordinær drift.

Videre ser vi at endring *finansiell gjeld* er negativ i de fleste analyseårene, som tilsier reduksjon i finansiell gjeld. Dette er som tidligere nevnt et av målene til Rema 1000, men vi ser at dette medfører negativ *fri kontantstrøm til egenkapital fra drift* i 2012 og 2014. Dette forplanter seg nedover i oppstillingen, som viser at Rema 1000 ikke bygger opp finansielle reserver fra 2012 og ut analyseperioden. *Finansielle eiendeler*, altså likvide midler, reduseres dermed fra år til år. Dette indikerer at Rema 1000 ikke har særlige reserver som kan likvideres uten at driften vil påvirkes. Dette kan samlet sett være en indikator på at fremtidig likviditet fort kan svekkes, noe som følgelig gir en høyere kredittrisiko på lang sikt. Det synes likevel ikke å være likviditetsproblemer i Rema 1000 per 31.12.16.

6.1.3 Gjeldsdekning i fremtiden

Foreløpige risikoanalyser har så langt vært basert på historiske tall. I dette kapittelet vil vi derfor vurdere faren for likviditetskrise i nær fremtid. Vi ser da på Rema 1000s evne til å betjene renter og avdrag ett år frem i tid. Renter og avdrag kan dekkes fra finansielle eiendeler som virksomheten har i dag og gjennom fremtidig fri kontantstrøm til sysselsatt kapital (Knivsflå, 2017, F8, s. 56). Formelen defineres som følger:

$$\text{Rente. og avdragsdekning i } t + 1 = \frac{FE_t + FKS_{t+1}}{NFK_{t+1} + AVD_{t+1}}$$

hvor FE =finansielle eiendeler, FKS =fri kontantstrøm til sysselsatt kapital, NKF =netto finanskostnad, AVD =avdrag

Ettersom vi ikke har avdekket likviditetsrisiko på kort sikt, gjør vi denne analysen i et «worst case»-scenario, hvor vi setter FKS til 0. Avdrag i neste periode settes lik kortsiktig finansiell gjeld, inkludert avdrag på langsiktig finansiell gjeld med forfall innen ett år. NFK beregnes som en normalisert rente etter skatt på etterskuddsbasis, der avdrag forutsettes å bli betalt midt i året.

Med omgrupperte og justerte tall gir dette rente- og avdragsdekning 0,6 ganger, gitt at FKS svikter. Det vil si at Rema 1000 har midler til å kunne betale renter og avdrag 0,6 ganger ett år frem i tid. Det presiseres videre at uten justeringene gav beregningen et dekning på 2,7, som henger sammen med det faktiske lave gjeldsnivået til Rema 1000. Justeringen viser for øvrig at Rema 1000 ikke har 100 % dekning dersom den finansielle gjelden vil øke tilsvarende som våre justeringer. Konklusjonen er dermed at dersom gjelden skulle øke, vil det kunne bli behov for å bygge seg opp en likviditetsreserve dersom FKS skulle svikte.

6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse

Langsiktig risikoanalyse har fokus på selskapets langsiktige finansielle helse og evne til å betale fremtidige forpliktelser (Petersen mfl., 2017, s. 211). Vi får dermed en indikator på selskapets evne til å tåle tap på lengre sikt. Analyse av soliditet gir oss også grunnlag for å vurdere om firmaet har en sunn finansieringsstruktur og en fornuftig kapitalbuffer for uforutsette hendelser. Vi deler soliditetsanalysen inn i tre deler; *analyse av*

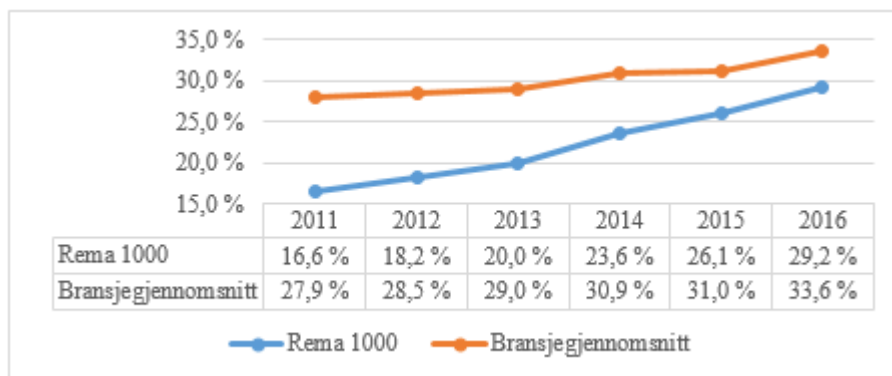
egenkapitalprosent, analyse av lønnsomhet og analyse av kapitalstruktur (Knivsflå, 2017, F8, s. 64).

6.2.1 Egenkapitalandel

Eventuelle tap i virksomheten føres mot egenkapital. Egenkapitalen virker dermed som en buffer som beskytter mot fremtidige tap og eventuell konkurs (Knivsflå, 2017, F8, s. 62). Vi ønsker å analysere Rema 1000 sin evne til å tåle slike tap, og egenkapitalandel er et forholdstall som kan gi en indikator på dette. Egenkapitalandel sier noe om forholdet mellom egenkapital og total kapital, altså hvor stor andel av finansieringen som kommer fra egenkapital (Petersen mfl, 2017, s. 217). En høy egenkapitalandel kan være bra ettersom det signaliserer at selskapet kan tåle en lengre periode med tap. Ettersom vårt analyseobjekt er konsernet som helhet, har vi her valgt å inkludere minoritetsinteresser i våre beregninger. Beregningen av egenkapital uttrykkes som følger:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Bokført verdi egenkapital}}{\text{Bokført verdi egenkapital} + \text{gjeld}}$$

For Rema 1000 og bransjen får vi følgende resultat:



Figur 6.6 – Egenkapitalandel

Høy egenkapitalprosent indikerer som nevnt bedre soliditet. Vi ser at bransjen har hatt en jevn økning fra 27,9 % til 33,2 % i analyseperioden, med et gjennomsnitt på 30,2 %. For Rema 1000 har også egenkapitalprosenten økt i analyseperioden fra 16,6 % til 29,2 %, dermed med en brattere kurve enn bransjen. Dette henger sammen med økte resultater og reduksjon av langsiktig gjeld. Gjennomsnittet til Rema 1000 er 22,3 %, og er dermed lavere enn bransjegjennomsnittet. Perioden før 2014 viser en relativt lav egenkapitalprosent for Rema

1000. Forbedringen de siste årene gir imidlertid en økt egenkapitalandel, noe som gjør at fremtiden ser lysere ut. Egenkapitalandelen gir dermed ingen indikator på at det foreligger risiko for konkurs. Det påpekes også at uten justering ville Rema 1000 hatt en egenkapitalandel på 42,5 % for 2016, mens bransjen ville hatt en egenkapitalandel på 40,2 %. Vi konkluderer dermed med at Rema 1000 har en solid egenkapital.

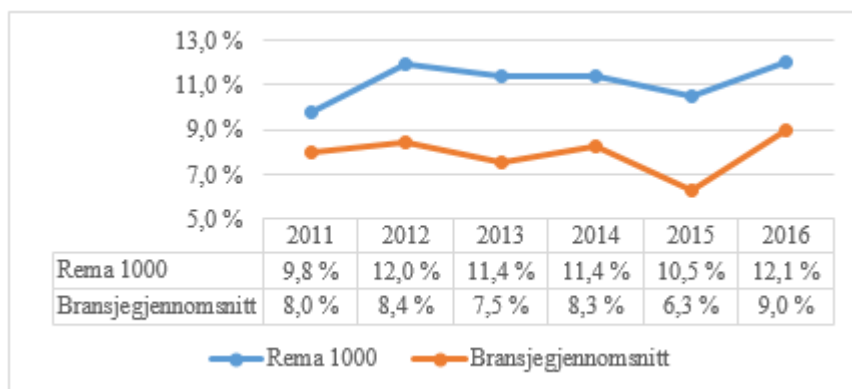
6.2.2 Analyse av lønnsomhet

Til tross for solid egenkapital og evne til å tåle tap, vil soliditeten fort bli forverret som følge av dårlig lønnsomhet. Analyse av lønnsomhet er derfor en sentral del av soliditetsanalysen. For å analysere lønnsomhet, benyttes netto driftsrentabilitet som nøkkeltall. Nøkkeltallet uttrykkes som følger (Knivsfå, 2017, F8, s. 67-68):

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{NDR_t}{NDE_{t-1} + ((\Delta NDE_t - NDR_t)/2)}$$

hvor NDR =netto driftsresultat, NDE =netto driftseiendeler, t =tidspunkt

Basert på denne formelen, får vi følgende netto driftsrentabilitet for Rema 1000 og bransjen:



Figur 6.7 – Netto driftsrentabilitet

I figur 6.7 ser vi resultatet for Rema 1000 og bransjegjennomsnittet. Rema 1000 sin rentabilitet har vært høyere enn bransjen gjennom hele analyseperioden. Gjennomsnittet til Rema 1000 er 11,2 %, mens bransjegjennomsnittet er 7,9 %. Dette tilsier at lønnsomheten til Rema 1000 er god, og det forventes ikke at dårlig lønnsomhet vil medføre negativ effekt på selskapets soliditet. Se for øvrig kapittel 8 for grundigere analyse av lønnsomhet.

6.2.3 Analyse kapitalstruktur

Videre i dette kapittelet vil vi se nærmere på hvordan eiendelene til Rema 1000 og bransjen er finansiert. Formålet med å analysere kapitalstrukturen er å undersøke hvordan selskapet er finansiert på et gitt tidspunkt, slik at man kan vurdere den tilknyttede risikoen. Analyse av kapitalstruktur gjøres gjennom en statisk finansieringsanalyse, hvor eiendelene rangeres etter illikviditet og kapitalen rangeres etter hvor langsiktig den er. Egenkapitalfinansiering er minst risikabel, mens kortsiktig gjeldsfinansiering er mest risikabel. Dette medfører at jo raskere kurven når bunnen, jo bedre (Knivsflå, 2017, F8, s. 69).

Tabellene under viser finansieringsmatrisen i prosent for henholdsvis Rema 1000 og bransjen. Ettersom finansieringsmatrisen er statisk, gjelder den bare på et gitt tidspunkt. Vi har tatt utgangspunkt i siste tilgjengelige balanse, 31.12.16.

Rema 1000	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	41,0 %	0,5 %	17,6 %	40,9 %			70,3 %
FAM				100 %			0,9 %
DOM				3,9 %	87,1 %	9,0 %	26,5 %
FOM						100 %	2,2 %
TK	28,8 %	0,4 %	12,3 %	30,7 %	23,1 %	4,6 %	100 %

Figur 6.8 – Finansieringsmatrise 2016, Rema 1000

Bransjen	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	46,8 %	0,6 %	14,9 %	37,8 %			71,0 %
FAM				100 %			1,8 %
DOM				1,1 %	98,9 %		22,3 %
FOM					15,0 %	85,0 %	4,9 %
TK	33,2 %	0,4 %	10,5 %	28,9 %	22,8 %	4,1 %	100 %

Figur 6.9 – Finansieringsmatrise 2016, bransjen

Vi ser at Rema 1000 og bransjen har relativt lik finansieringsstruktur. I begge matrisene ser vi at anleggsmidler er finansiert av egenkapital, minoritetsinteresser, langsiktig driftsrelatert gjeld og langsiktig finansiell gjeld. Finansielle anleggsmidler er fullt ut finansiert av langsiktig finansiell gjeld, og driftsrelaterte omløpsmidler er delvis finansiert med langsiktig finansiell gjeld. Vi ser også at noe av de driftsrelaterte omløpsmidlene til Rema 1000 er finansiert med kortsiktig finansiell gjeld, som kan medføre noe større risiko enn i bransjen. Det anses likevel å være et godt tegn at deler av omløpsmidlene er finansiert med langsiktig kapital, og at

anleggsmidlene er fullt ut finansiert av langsiktig kapital. Det er marginale forskjeller mellom Rema 1000 og bransjen, og vi konkluderer dermed at både Rema 1000 og bransjen har en fornuftig og sunn finansieringsstruktur for 2016.

6.3 Oppsummering – syntetisk rating

Avslutningsvis oppsummeres analysene i kapittel 6.1 og 6.2 ved å sette en karakter på risikoen. Dette kalles syntetisk rating, og vil gi et bilde av virksomhetens muligheter til å møte fremtidige finansielle forpliktelser. Flere anerkjente kredittratingselskaper som Standard & Poor og Moody's har spesialisert seg på denne typen kredittrating. I disse kredittvurderingene er tanken å si noe om sannsynligheten for konkurs basert på en karakterskala. Karakterene settes ut i fra finansielle nøkkeltall, og kan variere fra AAA (best) til D (dårligst), basert på Standard & Poor's skala (Damodaran, 2012, s. 212).

Det er vanlig at virksomheter betaler kredittratingselskaper for å utføre en kredittvurdering av virksomheten. Dette kan fungere som en indikasjon på konkurrisikoen, men anses likevel ikke fullt ut som en pålitelig kilde. Vi vil derfor utarbeide en egen syntetisk rating basert på forholdstallanalysene i kapitlene ovenfor og øvrig diskusjon rundt risikobildet. Den syntetiske ratingen vil kunne gi en indikator på sannsynligheten for konkurs, hvor for eksempel karakteren A gir en konkurrisiko på rundt 0,1 % (Knivsflå, 2017, F8, s. 76). Karakteren som settes får også betydning for selskapets kredittrisiko, og benyttes dermed til beregning av kredittrisikopremie i kapittel 7.

Vi benytter Knivsflå (2017, F8, s. 81) sitt forslag til ratinggrunnlag basert på forholdstallene *likviditetsgrad 1*, *rentedekningsgrad*, *egenkapitalprosent* og *netto driftsrentabilitet*. Dette gir oss følgende syntetisk rating for Rema 1000 og bransjgjennomsnittet:

Rema 1000							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1	1,124 BB	1,145 BB	1,101 BB	1,115 BB	1,060 BB	1,038 B	1,097 BB
Rentedekningsgrad	6,664 AA	3,775 A	4,299 A	4,514 A	5,918 AA	6,917 AA	5,348 AA-
Egenkapitalprosent	0,166 CCC	0,182 B	0,200 B	0,236 B	0,261 B	0,292 BB	0,223 B
Netto driftsrentabilitet	0,098 BBB	0,120 BBB	0,114 BBB	0,114 BBB	0,105 BBB	0,121 BBB	0,112 BBB
Gjennomsnittsrating	BBB	BBB-	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB

Bransjegjennomsnitt							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1	0,932 B	0,918 B	0,889 B	0,967 B	0,961 B	1,009 B	0,946 B
Rentedekningsgrad	3,889 A	3,579 A	3,748 A	3,887 A	3,645 A	5,100 AA	3,975 A
Egenkapitalprosent	0,279 BB	0,285 BB	0,290 BB	0,309 BB	0,310 BB	0,336 BB	0,302 BB
Netto driftsrentabilitet	0,080 BB	0,084 BBB	0,075 BB	0,083 BBB	0,063 BB	0,090 BBB	0,079 BB+
Gjennomsnittsrating	BB+	BBB-	BB+	BBB-	BB+	BBB-	BB+

Tabell 6.10 – Oppsummering syntetisk rating

Av tabellen over ser vi at Rema 1000 har en syntetisk rating på BBB, mens bransjen har fått karakteren BB+. Karakteren BBB tilsier en konkurssanssynlighet på ca. 0,3 % (Knivsflå, 2017, F8, s. 76). Totalt sett har altså Rema 1000 litt bedre rating enn bransjen, noe som tilsier at bransjen har noe høyere kredittrisiko. Det er likevel marginale forskjeller som gjør utslagene på den totale ratingen.

Vi gjennomfører videre en subjektiv rimelighetssjekk av ratingen til Rema 1000 ved å vurdere forhold som ikke dekkes av den kvantitative kredittrisikoanalysen. Vi benytter da innsikten fra SWOT-analysen i kapittel 4.4 som grunnlag.

Bransjen har jevn etterspørsel, noe som tilsier lav kredittrisiko også i fremtiden. Vi forventer likevel at marginene vil bli presset på sikt, som følge av økt konkurranse og kamp om markedsandeler. Det forventes dermed at Rema 1000 vil nærme seg bransjen på sikt. Rema 1000 scorer likevel høyt grunnet gode avtaler med leverandører og høy satsing på EMV, som sikrer lave innkjøpspriser. I tillegg har de stort fokus på lokalisering av butikkene sine.

Rema 1000 har i tillegg økende egenkapitalandel, som er det nøkkeltallet som gir lavest score. Dette henger sammen med stabilt økende resultater, samt reduksjon av gjeld. I tillegg driftes kjeden med franchise, som også virker inn på egenkapitalandelen. Dette er en indikator på at Rema 1000 klarer å opprettholde kredittrisikoen på et rimelig nivå, også i fremtiden.

Oppsummert har Rema 1000 en tilfredsstillende kredittrisiko, som ligger noe over bransjegjennomsnittet. Vi ønsker å påpeke at ujusterte regnskapstall gav Rema 1000 en gjennomsnittsrating på A- og bransjen BBB. Dette tilsier at de justerte tallene vil være rimelig å benytte. Vi velger dermed å beholde ratingen på BBB for Rema 1000. Det understrekes at den kvantitative analysen av kredittrisiko baserer seg på historiske forhold, og det er dermed usikkert om samme kredittrisiko vil gjelde i fremtiden.

7. Historisk avkastningskrav

I dette kapittelet beregnes historiske avkastningskrav for Rema 1000. Disse kravene benyttes som målestokk for strategisk fordel i kapittel 8, samt beregning av fremtidige krav i kapittel 10. De fremtidige avkastningskravene spiller også en viktig rolle som neddiskonteringsrate for å beregne den endelige verdien av egenkapitalen til Rema 1000 i kapittel 11.

7.1 Avkastningskravet til totalkapitalen

En virksomhet må gi både egenkapital- og fremmedkapitalinvestorer avkastning på innskutt kapital. Avkastningskrav er et uttrykk for den avkastningen man kunne ha oppnådd på en annen investering med tilsvarende risiko. Avkastningen skal dermed kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko (Penman, 2013, s. 106). Virksomheten kan finansieres via ulike kilder, og disse bærer ulik risiko og vil dermed gi ulik forventet avkastning. Ved å vekte de ulike finansieringskildene basert på deres verdi og forventede avkastning, kan vi estimere selskapets avkastningskrav til *totalkapitalen*/sysselsatt kapital (Kaldestad og Møller, 2016, s. 152). I vårt tilfelle er de ulike kildene egenkapital og netto finansiell gjeld (Kaldestad og Møller, 2016, s. 153). Virksomhetens vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad (Weighted Average Cost of Capital, WACC) defineres som følger:

$$WACC = R_e \frac{E}{E + NFG} + R_g(1 - s) \frac{NFG}{E + NFG}$$

hvor E=markedsverdi egenkapital, NFG=markedsverdi netto finansiell gjeld,

Re=avkastningskravet til egenkapitalen, Rg(1-s)=avkastningskravet til netto finansiell gjeld etter skatt

For å estimere WACC vil vi først beregne avkastningskravet til egenkapital og avkastningskravet til netto finansiell gjeld.

7.2 Avkastningskravet til egenkapital

Det finnes flere modeller for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen. Kapitalverdimodellen (CAPM) er imidlertid den mest benyttede modellen i praksis (Kaldestad

og Møller, 2016, s. 154). Ifølge denne modellen kan avkastningskravet til egenkapitalen estimeres på følgende måte:

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

hvor r_f =risikofri rente, β =egenkapitalbeta, R_m =avkastning på markedsportefølje eller indeks, R_m-r_f =markedets risikopremie

CAPM modellen bygger på flere forutsetninger. Modellen forutsetter blant annet at investorer holder perfekt diversifiserte porteføljer. Dette betyr at modellen kun tar hensyn til den spesifikke risikoen, ettersom den usystematiske risikoen er diversifisert bort (Damodaran, 2012, s. 67). Dette er en forutsetning som sjeldent holder i virkeligheten. Vi vil derfor legge til en illikviditetspremie. Dette forklares nærmere i delkapittel 7.2.4.

I de kommende kapitlene presenteres hver av komponentene i CAPM separat, før endelig egenkapitalkrav beregnes i delkapittel 7.2.5.

7.2.1 Risikofri rente

Kaldestad og Møller (2016) definerer den risikofrie renten som en hypotetisk avkastning på et selskap som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko (Kaldestad og Møller, 2016, s. 156-157). Teorien bak den risikofrie renten er at alle avkastninger med risiko skal minimum gi bedre avkastning enn denne. Damodaran (2012) hevder at det nærmeste man kommer risikofri rente i praksis, er rentestatistikk på statsobligasjoner. Kaldestad og Møller (2016, s. 156-157) er enig i dette, men påpeker også forskjellen mellom kort og lang rente. Det finnes dermed ulike løsninger ved valg av risikofri rente.

En av løsningene er å diskontere kontantstrømmene de ulike år med respektive renter, noe som anses å være teoretisk riktig, men lite praktisk. Den mest benyttede løsningen er å legge en langsiktig statsobligasjonsrente til grunn, da denne varierer mindre enn en kort rente. Dette vil gi et mer stabilt avkastningskrav, og samtidig gjenspeile forventningen om at et selskap har lang levetid. Man vil da få en rente som samsvarer med durasjonen til kontantstrømmen til selskapet (Kaldestad og Møller, 2016, s. 157-159). Eventuelt kan man benytte en kort rente en norsk bank krever for et usikret lån til en annen norsk bank, for eksempel 3 måneders NIBOR, fratrukket en kort risikopremie basert på gjennomsnittsratingen til banker (Knivsflå, 2017, F9, s. 33).

Vi velger å benytte en lang rente i vår utredning, da vi finner at dette er et kompromiss mellom det teoretisk rette og det praktisk anlagte. I tillegg forventer vi at Rema 1000 har langsiktig levetid og relativt stabile kontantstrømmer fremover. Vi benytter statsobligasjonsrenten som utgangspunkt (Norges Bank, 2017a). Renten kan likevel ikke anses å være risikofri, og vi trekker derfor fra en kredittrisikopremie. Vi forutsetter at den norske stat er AAA ratet, og får følgende estimat på risikofri rente etter skatt:

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Rente på 10 års norske statsobligasjoner	3,1 %	2,1 %	2,6 %	2,5 %	1,6 %	1,3 %	2,2 %
- Kredittrisikopremie	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %
= Risikofri rente før skatt	2,5 %	1,5 %	2,0 %	1,9 %	1,0 %	0,7 %	1,6 %
* (1-skatt)	0,72	0,72	0,72	0,73	0,73	0,75	0,73
= Risikofri rente etter skatt	1,8 %	1,1 %	1,4 %	1,4 %	0,7 %	0,5 %	1,2 %

Tabell 7.1 – Risikofri rente

7.2.2 Gjennomsnittlig egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta er et mål på den enkelte aksjes risiko relativt til aksjemarkedet, og hvor eksponert man er for den generelle markedsrisikoen. En beta lik 1 betyr at aksjen svinger i takt med aksjemarkedet (Kaldestad og Møller, 2016, s. 159). Matematisk estimeres egenkapitalbetaen den slik:

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

Ettersom hverken Rema 1000 eller de sammenlignbare selskapene er børsnotert, er ikke betaen tilgjengelig og kan ikke estimeres på basis av historiske kursdata. Vi må dermed foreta børskopiering, hvor vi observerer sammenlignbare selskaper. Problemet med denne metoden er at selv om selskapene er relativt like, vil betaen variere som følge av ulik gjeldsgrad i de ulike selskapene. Sammenligningen utføres derfor i tre trinn, hvor vi tar hensyn til ulik gjeldsgrad i selskapene (Kaldestad og Møller, 2016, s. 161).

Trinn 1 går ut på å identifisere egenkapitalbetaen til sammenlignbare selskaper, *levered beta*.

I *trinn 2* skal vi konvertere den observerte egenkapitalbetaen om til forretningsbeta, som er den betaen selskapet ville hatt om de var 100 % egenkapitalfinansiert, *unlevered beta*. Hensikten med dette er å justere ut effekter knyttet til ulik finansieringsgrad.

Trinn 3 er det siste steget, hvor vi skal konvertere forretningsbetaen om til en ny egenkapitalbeta basert på gjeldsgraden til vårt selskap.

Damodaran har utarbeidet en oversikt over egenkapitalbeta og bransjebeta per industri for Europa, publisert 5. januar 2017. Ettersom vi ikke har sammenlignbare selskaper som er børsnotert, har vi derfor benyttet denne oversikten for å finne forretningsbeta.

Ettersom virksomheten til Rema 1000 baserer seg på detaljhandel og noe distribusjon, benyttes Damodarans forretningsbeta for *detaljhandel dagligvarer og mat og distribusjon*. Vi vektet distribusjonsdelen med 1/5 og detaljhandel 4/5, ettersom detaljhandel er hovedvirksomheten til Rema 1000. Gjennomsnittlig forretningsbeta (*average unlevered beta*) for disse to er henholdsvis 0,64 og 0,65 (Damodaran, 2017a). Dette gir oss følgende forretningsbeta:

$$\beta_B = 0,64 * 1/5 + 0,65 * 4/5 = 0,65$$

Videre har vi beregnet gjeldsgraden til Rema 1000 over analyseperioden basert på omgruppert og justert balanse, og benyttet gjennomsnittet av alle årene ved konvertering til egenkapitalbeta:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
$1 + NFG/(EK+MI)$	3,31	3,21	2,85	2,54	2,31	2,10	2,72

Tabell 7.2 – Gjeldsgrad Rema 1000

Dette gir oss følgende estimat på gjennomsnittlig egenkapitalbeta for Rema 1000:

$$\beta_{EK} = 0,65 * 2,72 = 1,76$$

Som vi ser får vi et relativt høyt estimat på egenkapitalbetaen. Dette skyldes at gjeldsgraden til Rema 1000 har økt vesentlig grunnet kapitalisering av markedsføring og operasjonell leie i kapittel 5.4. For å oppnå et mindre ekstremt betaestimert, kan vi justere betaestimert. Vi vil derfor justere betaestimert mot 1. Dette bygger på empiriske bevis om at betaverdien i de fleste virksomheter over tid vil bevege seg mot 1 (Damodaran, 2012, s. 187). Justering gjøres ved å vekte estimert ovenfor med 2/3 og en betaverdi på 1 med 1/3. Nytt betaestimert blir dermed:

$$\beta_{EK} = 1,76 * 2/3 + 1 * 1/3 = 1,51$$

Årlig betaverdi estimeres i kapittel 7.4.

7.2.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen finansielle investorer i aksjemarkedet forventer å få sammenlignet med den risikofrie renten (Kaldestad og Møller, 2016, s. 166). Ettersom fremtiden ikke er observerbar, er risikopremien utfordrende å estimere. I praksis benyttes hovedsakelig to metoder for å estimere markedets risikopremie. Man kan enten se på historisk premie, hvor man tar hensyn til dagens inflasjonsnivå i forhold til historien. Eventuelt kan man se fremover og estimere hvilken risikopremie dagens aksjekurser impliserer (Koller mfl, 2015, s. 286). Et tredje alternativ, er at man kan basere seg på spørreundersøkelser blant investorer og akademikere. Disse tallene vil da være basert på markedsaktørens syn og er dermed uavhengig av historiske data (Kaldestad og Møller, 2015, s. 169).

Også litteraturen presenterer ulike risikopremier. Damodaran (2017b) legger frem i sin oversikt en risikopremie på 5,69 % i Norge. Knivsflå (2017, F9, s. 38) har estimert markedets risikopremie til å være 4,8 % etter skatt over regnskapsanalyseperioden 2011 til 2016. Dette tilsvarer samme periode som vår analyseperiode. I tillegg har Koller mfl. (2015, s. 502) estimert et intervall fra 4,5 % til 5,5 % basert på data fra 1900 til 2013, hvor begge metodene i første avsnitt er benyttet.

Ettersom vår analyseperiode er på 6 år, anses analyseperioden til å være for kort for å kunne gjøre gode anslag for en normalisert markedsrisikopremie. Den bør heller ikke være konstant over alle årene i analyseperioden, siden heller ikke normalisering av egenkapitalrentabilitet vil være perfekt (Knivsflå, 2017, F9, s. 35). Vi benytter dermed Knivsflå (2017, F9, s. 38) sin vektete risikopremie, fratrukket risikofri rente, som er basert på statistikk fra Oslo Børs, hvor kortsiktig perspektiv er vektet 25 % og langsiktig perspektiv er vektet 75 %. Dette gir oss en gjennomsnittlig markedsrisikopremie på 4,8 %. Dette samsvarer godt med øvrige analytikers estimater:

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Kortsiktig årlig risikopremie	3,7 %	3,9 %	4,1 %	4,0 %	4,1 %	4,1 %	4,0 %
* Vekt	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
+ Langsiktig årlig risikopremie	5,0 %	5,1 %	5,1 %	5,1 %	5,2 %	5,2 %	5,1 %
* Vekt	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
= Løpende risikopremie	4,7 %	4,8 %	4,8 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	4,8 %

Tabell 7.3 – Markedets risikopremie

7.2.4 Illikviditetspremie

Illikviditetspremie er en forventet kompensasjon for å investere i verdipapirer som er mindre omsettelige. Dette gjelder typisk investeringer i et unoterte selskap, hvor kapitalen er mye mer bundet enn noterte selskap. For illikvide aksjer kan det derfor være aktuelt å justere opp egenkapitalkravet med en illikviditetspremie. I praksis er denne formen for kompensasjon for illikviditet vanskelig å måle (Meld. St. 27, 2013, s. 99). Denne fastsettes dermed basert på skjønn.

Rema 1000 er ikke børsnotert og har kun en eier, Reitan Handel AS. Aksjene til Rema 1000 vil derfor i utgangspunktet anses for å være illikvid. En illikviditetspremie kan dermed være aktuelt for Rema 1000. Likevel anser vi ikke eierne som fullstendig innelåst, da de som eneaksjonær kan selge aksjene uten hinder. I tillegg antar vi at de sannsynligvis ikke ville hatt store problemer med å få solgt aksjer i Rema 1000, dersom det skulle bli aktuelt. Basert på skjønn estimerer vi dermed en illikviditetspremie på 0,5 % for majoritet, hensyntatt eventuell vridningseffekt som følge av utbytte- og formuesskatt (Knivsflå, 2017, F9, s. 50-52).

Rema 1000 har i tillegg investorer som eier mindre poster i enkelte av selskapets datterselskaper. Disse postene fører til at det oppstår et minoritetskrav for konsernet. Grunnet lavere eierandel og liten påvirkningskraft øker risikoen for denne gruppen, noe som medfører at egenkapitalkravet for denne gruppen ligger noe høyere enn for majoriteten. Det vanlige her er å tillegge en ekstra illikviditetspremie, denne settes skjønnsmessig til 2 %, inkludert eventuell vridningseffekt.

7.2.5 Estimert gjennomsnittlig avkastningskrav til egenkapitalen

Alle parameterne i kapitalverdimodellen er nå diskutert og beregnet, samt at en illikviditetspremie er estimert. På bakgrunn av disse beregningene kan dermed egenkapitalkravet til Rema 1000 over analyseperioden beregnes.

Estimert gjennomsnittlig avkastningskrav til egenkapitalen for analyseperioden blir følgende:

$$R_e = r_f + \beta(R_m - r_f) + ilp = 1,2 \% + (1,51 * 4,8 \%) + 0,5 \% = 8,9 \%$$

Dette medfører at avkastningskravet til minoritet blir 10,4 %. Årlig avkastningskrav til egenkapital fremstilles i kapittel 7.4.

7.3 Avkastningskravet til netto finansiell gjeld

Vi vil i dette kapittelet estimere finansielle krav, herunder krav til *finansiell gjeld* og krav til *finansielle eiendeler*. Ved å vekte disse kravene kan vi avslutningsvis fastsette *krav til netto finansiell gjeld* ved hjelp av følgende formel:

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

hvor $nfgk$ =netto finansiell gjeldskrav, fgk =finansiell gjeldskrav, fek =finansiell eiendelskrav

7.3.1 Krav til avkastning på finansiell gjeld

Avkastningskravet til finansiell gjeld beregnes som kostnaden til virksomhetens gjeld. Denne kostnaden uttrykkes som risikofri rente tillagt en kredittrisikopremie:

$$\text{Krav til finansiell gjeld} = \text{risikofri rente etter skatt} + \text{kredittrisikopremie}$$

Den risikofrie renten benyttes som mål på selskapets rentekostnad, fordi dersom den øker vil også selskapets markedsrente øke. Dette gir i tillegg konsistens med beregning av avkastningskravet til egenkapital. I tillegg må vi ta hensyn til konkurrisiko, ettersom lånekostnaden vil øke dersom konkurssansynligheten til virksomheten øker (Damodaran, 2012, s. 211). Denne illustreres i form av en kredittrisikopremie etter skatt, og fastsettes ut i fra den syntetiske ratingen i kapittel 6.3, hvor Rema 1000 ble i snitt tildelt en BBB rating.

Den risikofrie renten er estimert i kapittel 7.2.1, og benyttes i den videre beregningen. Videre må vi finne en passende kredittrisikopremie. Et selskap med solid og stabil egenkapital vil sannsynligvis ha en lav kredittrisikopremie, normalt mellom 1 % til 2 % før skatt (Kinserdal, 2017b, s. 23). Egenkapitalen til Rema 1000 har vært stabil i analyseperioden og på et gjennomsnittlig bra nivå. Vi forventer derfor at kredittrisikopremien skal være mellom 1 % og 2 % før skatt.

Vi tar videre utgangspunkt i Knivsflå (2017, F9, s. 58) sitt estimat på kredittrisikopremie etter skatt. Vi velger imidlertid å justere estimatet litt opp eller ned, avhengig av om det er en + eller – rating. Vi benytter lang kredittrisikopremie etter skatt.

Dette gir oss følgende avkastning på finansiell gjeld for Rema 1000 i analyseperioden:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Syntetisk rating	BBB	BBB-	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente etter skatt	1,8 %	1,1 %	1,4 %	1,4 %	0,7 %	0,5 %	1,2 %
+ Kredittrisikopremie	1,4 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	1,4 %	1,4 %	1,8 %
= Krav til finansiell gjeld	3,2 %	3,3 %	3,7 %	3,7 %	2,1 %	1,9 %	3,0 %

Tabell 7.4 – Avkastningskrav finansiell gjeld

7.3.2 Krav til avkastning på finansielle eiendeler

Videre estimeres kravet til finansielle eiendeler. De finansielle eiendelene til Rema 1000 består av investeringer, langsiktige fordringer og kontanter. Etersom de ulike finansielle eiendelene innebærer ulik risiko, er det derfor fornuftig at disse har ulike avkastningskrav. For å finne de ulike kravene settes noen forutsetninger, og kravene vektet videre på de ulike eiendelene. Kravet til finansielle eiendeler defineres som følger (Knivsflå, 2017, F9, s. 61):

$$\begin{aligned}
 fe_k &= r_f * (1 - s) * \frac{KON}{FE} \\
 &+ (r_f * (1 - s) + kr_{pFOR}) * \frac{FOR}{FE} \\
 &+ (r_f * (1 - s) + \beta_{INV} * mrp + il_{pINV}) * \frac{INV}{FE}
 \end{aligned}$$

hvor fe_k =finansiell eiendelskrav, $r_f*(1-s)$ =risikofri rente etter skatt, kr_{pFOR} =kredittrisikopremie fordringer, β_{INV} =investeringsbeta, mrp =markedsrisikopremie, il_{pINV} =illikviditetspremie investeringer, KON =kontanter, FOR =fordringer, INV =investeringer, FE =finansielle eiendeler

Videre tas det følgende forutsetninger:

Kontantkravet settes lik risikofri rente etter skatt, jf. kapittel 7.2.1. Kredittrisikopremien til fordringer (kr_{pFOR}) estimeres ut i fra den syntetsike ratingen og vi benytter et årlig vektet gjennomsnitt av kort og lang kredittrisikopremie, tilnærmet 1 %. Betaen til investeringene settes lik 1, mens illikviditetspremien til investeringene (il_{pINV}) settes lik 0 (Knivsflå, 2017, F9, s. 61). Markedsrisikopremien er estimert i kapittel 7.1.3.

Dette følgende krav til avkastning på finansielle eiendeler:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Kontantkrav	1,8 %	1,1 %	1,4 %	1,4 %	0,7 %	0,5 %	1,2 %
* Kontantvekt	0,189	0,119	0,394	0,478	0,401	0,698	0,380
+ Fordringskrav	2,8 %	2,1 %	2,4 %	2,4 %	1,7 %	1,5 %	2,2 %
* Fordringsvekt	0,806	0,874	0,597	0,520	0,597	0,274	0,611
+ Investeringskrav	6,5 %	5,9 %	6,2 %	6,3 %	5,6 %	5,5 %	6,0 %
* Investeringsvekt	0,005	0,008	0,009	0,002	0,002	0,028	0,009
= Krav til finansielle eiendeler	2,6 %	2,0 %	2,1 %	1,9 %	1,3 %	1,0 %	1,8 %

Tabell 7.5 – Avkastningskrav finansielle eiendeler

7.3.3 Estimert avkastningskrav til netto finansiell gjeld

På bakgrunn av krav til finansiell gjeld og finansielle eiendeler vil vi videre estimere avkastningskravet til netto finansiell gjeld i henhold til formelen som ble presentert innledningsvis i kapittel 7.3.

Estimert avkastningskrav til netto finansiell gjeld etter skatt blir følgende:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Krav til finansiell gjeld	3,2 %	3,3 %	3,7 %	3,7 %	2,1 %	1,9 %	3,0 %
* FG/NFG	1,356	1,201	1,185	1,154	1,144	1,098	1,190
- Krav til finansielle eiendeler	2,6 %	2,0 %	2,1 %	1,9 %	1,3 %	1,0 %	1,8 %
* FE/NFG	0,356	0,201	0,185	0,154	0,144	0,098	0,190
= Krav til netto finansiell gjeld	3,4 %	3,6 %	4,0 %	3,9 %	2,2 %	2,0 %	3,2 %

Tabell 7.6 – Avkastningskrav netto finansielle gjeld

7.3.4 Beta til finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld

På bakgrunn av de estimerte kravene ovenfor, kan vi beregne de ulike betaverdiene.

Implisitt *finansiell gjeldsbeta* uttrykkes ved følgende formel (Knivsflå, 2017, F9, s. 66):

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

hvor *mrd*=markedsrisikodelen, *krp*=kreditrisikopremien, *mrp*=markedspremien

Markedsrisikodelen sier noe om hvor mye kreditrisikopremien varierer i forhold til markedsindeksen, altså Oslo Børs. Denne ligger mellom 0 og 1. Markedsrisikodelen fastsettes vanligvis ut i fra regresjonsanalyse mellom egenkapitalavkastning og børsavkastning

(Knivsflå, 2017, F9, s. 66-67). Ettersom Rema 1000 ikke er børsnotert, må vi imidlertid gjøre andre forutsetninger. Av samme grunn antas det at markedsrisikodelen er liten. Den fastsettes dermed skjønnsmessig til 0,2. Kredittrisikopremien ble i kapittel 7.3.1 fastsatt ut i fra den syntetiske ratingen i kapittel 6.3. Markedspremien ble beregnet i kapittel 7.2.3. Dette resulterer i følgende finansiell gjeldsbeta for Rema 1000 over analyseperioden:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Markedsrisikodel	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
* Kredittrisikopremie	0,01	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01	0,02
/ Markedspremie	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
= Finansiell gjeldsbeta	0,06	0,09	0,09	0,09	0,06	0,06	0,08

Tabell 7.7 – Finansiell gjeldsbeta

Finansiell eiendelsbeta deles opp i beta til kontanter, fordringer og investeringer og multipliseres med de ulike vektene. Dette skal gjenspeile at de ulike eiendelene bærer ulik risiko, ref. delkapittel 7.3.2. Dette kan uttrykkes som følger:

$$\beta_{FE} = \beta_{KON} \frac{KON}{FE} + \beta_{FOR} \frac{FOR}{FE} + \beta_{INV} \frac{INV}{FE}$$

Videre gjøres følgende forutsetninger basert på Knivsflå (2017, F9, s. 68):

Kontanter anses å være risikofrie og vil dermed ha en beta lik 0. Finansielle *fordringer* er på den annen side utsatt for risiko, og vi beregner dermed en betaverdi på tilsvarende måte som beta for betaen for finansiell gjeld. Markedsrisikodelen settes også her lik 0,2, mens kredittrisikopremien antas å være noe lavere enn for finansiell gjeld. Markedsrisikopremien tilsvarer beregningen i kapittel 7.2.3. Betaen for finansielle *investeringer* forutsettes å ha en betaverdi på 1. Dette gir følgende beregning av finansiell eiendelsbeta:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontantvekt	0,189	0,119	0,394	0,478	0,401	0,698	0,380
+ Fordringsbeta	0,056	0,090	0,090	0,087	0,053	0,053	0,071
* Fordringsvekt	0,806	0,874	0,597	0,520	0,597	0,274	0,611
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,005	0,008	0,009	0,002	0,002	0,028	0,009
= Finansiell eiendelsbeta	0,050	0,086	0,063	0,048	0,034	0,043	0,054

Tabell 7.8 – Finansiell eiendelsbeta

Netto finansiell gjeldsbeta vil dermed beregnes ved vektning av finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Den forventes å være tilnærmet 0. Se beregningen i tabell 7.9:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	6,0 %	9,4 %	9,4 %	9,1 %	5,7 %	5,7 %	7,5 %
* Finansiell gjeldsvekt, FG/NFG	1,356	1,201	1,185	1,154	1,144	1,098	1,190
- Finansiell eiendelsbeta	5,0 %	8,6 %	6,3 %	4,8 %	3,4 %	4,3 %	5,4 %
* Finansiell eiendelsvekt, FE/NFG	0,356	0,201	0,185	0,154	0,144	0,098	0,190
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,063	0,095	0,099	0,098	0,060	0,058	0,079

Tabell 7.9 – Netto finansiell gjeldsbeta

7.4 Avkastningskravet til totalkapitalen

For å finne årlig avkastningskrav til totalkapitalen, må også årlig avkastning til egenkapitalen og dermed årlig egenkapitalbeta estimeres.

I delkapittel 7.2.2 estimerte vi gjennomsnittlig egenkapitalbeta over analyseperioden til 1,51. For å estimere årlig egenkapitalbeta viser vi til Miller-Modigliani sin proposisjon 1, som sier at verdien av et selskap er uavhengig av kapitalstrukturen (Berk & DeMarzo, 2011, s. 455). Det vil si at netto driftsbetaen også er uavhengig og vil være konstant over analyseperioden, forutsatt at det ikke er finansiell krise i virksomheten (Damodaran, 2012, s. 858). Dette anses imidlertid ikke å være tilfelle for Rema 1000. Vi beregner derfor gjennomsnittlig driftsbeta gjennom vektning, og setter denne videre konstant gjennom hele perioden for å finne egenkapitalbeta og minoritetsbeta. Det forventes at netto driftsbeta vil være tilnærmet lik forretningsbetaen på 0,65, jf. delkapittel 7.2.2.

Vi får videre følgende utregning:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Egenkapitalbeta	1,90	1,78	1,58	1,42	1,35	1,24	1,51
* EK/NDK	0,29	0,31	0,35	0,39	0,43	0,47	0,37
+ Egenkapitalbeta	1,90	1,78	1,58	1,42	1,35	1,24	1,51
* MI/NDK	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,06	0,10	0,10	0,10	0,06	0,06	0,08
* NFG/NDK	0,70	0,69	0,65	0,61	0,57	0,52	0,62
= Netto driftsbeta	0,62	0,62	0,62	0,62	0,62	0,62	0,62

Tabell 7.10 – Netto driftsbeta og årlig egenkapitalbeta

Driftsbetaen er som vi ser 0,62, og er rimelig i forhold til forretningsbetaen.

Avslutningsvis estimeres årlig egenkapitalkrav, minoritetskrav, samt årlig avkastningskrav til total kapital i henhold til teorien innledningsvis i kapittel 7. Se oppsummering av beregningene i tabellene under.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Risikofri rente etter skatt	1,8 %	1,1 %	1,4 %	1,4 %	0,7 %	0,5 %	1,2 %
+ Egenkapitalbeta	1,90	1,78	1,58	1,42	1,35	1,24	1,51
* Markedsisikopremie	4,7 %	4,8 %	4,8 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	4,8 %
= Egenkapitalkrav CAPM	10,7 %	9,6 %	9,0 %	8,4 %	7,4 %	6,6 %	8,4 %
+ Illikviditetspremie majoritet	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
= Egenkapitalkrav	11,2 %	10,1 %	9,5 %	8,9 %	7,9 %	7,1 %	8,9 %

Tabell 7.11 – Årlig egenkapitalkrav

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Egenkapitalkrav CAPM	10,7 %	9,6 %	9,0 %	8,4 %	7,4 %	6,6 %	8,4 %
+ Illikviditetspremie minoritet	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
= Minoritetskrav	12,7 %	11,6 %	11,0 %	10,4 %	9,4 %	8,6 %	10,4 %

Tabell 7.12 – Årlig minoritetskrav

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Egenkapitalkrav	11,2 %	10,1 %	9,5 %	8,9 %	7,9 %	7,1 %	8,9 %
* EK/NDK	0,294	0,308	0,347	0,389	0,429	0,470	0,373
+ Minoritetskrav	12,7 %	11,6 %	11,0 %	10,4 %	9,4 %	8,6 %	10,4 %
* MI/NDK	0,009	0,004	0,004	0,004	0,005	0,006	0,005
+ Netto finansiell gjeldskrav	3,4 %	3,6 %	4,0 %	3,9 %	2,2 %	2,0 %	3,2 %
* NFG/NDK	0,698	0,688	0,649	0,606	0,566	0,524	0,622
= Netto driftskrav	5,8 %	5,6 %	5,9 %	5,9 %	4,7 %	4,5 %	5,4 %

Tabell 7.13 – Netto driftskrav

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Egenkapitalkrav	11,2 %	10,1 %	9,5 %	8,9 %	7,9 %	7,1 %	8,9 %
Minoritetskrav	12,7 %	11,6 %	11,0 %	10,4 %	9,4 %	8,6 %	10,4 %
Netto driftskrav	5,8 %	5,6 %	5,9 %	5,9 %	4,7 %	4,5 %	5,4 %
Finansiell gjeldskrav	3,2 %	3,3 %	3,7 %	3,7 %	2,1 %	1,9 %	3,0 %
Finansiell eiendelskrav	2,6 %	2,0 %	2,1 %	1,9 %	1,3 %	1,0 %	1,8 %
Netto finansiell gjeldskrav	3,4 %	3,6 %	4,0 %	3,9 %	2,2 %	2,0 %	3,2 %

Tabell 7.14 – Oppsummering krav

8. Analyse av lønnsomhet

Analyse av virksomhetens lønnsomhet er et av hovedområdene for økonomisk analyse. Å opprettholde et tilstrekkelig nivå på lønnsomheten, vil være avgjørende for et selskaps fremtidige overlevelse og å sikre tilfredsstillende avkastning til aksjonærene. God lønnsomhet er også et tegn på økonomisk styrke og bidrar til at et selskap kan opprettholde positive relasjoner til både kunder og leverandører (Petersen mfl., 2017, s. 139). Vi vil i dette kapittelet utføre en analyse av Rema 1000 sin lønnsomhet, hvor utgangspunktet er egenkapitalrentabiliteten, som videre måles opp mot egenkapitalkravet som ble estimert i kapittel 7. Dette er da et mål på strategisk fordel for eierne, såkalt superrentabilitet (Knivsflå, 2017, F10, s. 7). Superrentabiliteten dekomponeres videre for å få bedre innsikt i kildene til superrentabiliteten.

Målsetningen med lønnsomhetsanalyse er altså å fastsette om Rema 1000 har en kvantifiserbar strategisk fordel og hva kildene til en eventuell strategisk fordel er. Vi vil derfor sammenligne og trekke linjer til funnene gjort i den kvalitative strategiske analysen i kapittel 4. Analysen baserer seg på de omgrupperte og justerte tallene fra kapittel 5 for å gjøre det enklere å identifisere en eventuelt varig strategisk fordel (Penman, 2013, s. 396). I tillegg benyttes kravene som ble estimert i kapittel 7. Innsikten fra lønnsomhetsanalysen benyttes videre til utarbeidelse av fremtidsregnskap i kapittel 9. Gjennomsnitt benyttet i dette kapittelet er også beregnet med likevekt, jf. begrunnelsen i kapittel 6.

8.1 Strategisk fordel – superrentabilitet til egenkapital

For å analysere Rema 1000 sin lønnsomhet er det sentralt å avdekke om det foreligger en superrentabilitet til egenkapitalen, dvs. strategisk fordel til eierne. Superrentabilitet er den avkastningen som genereres utover avkastningskravet (Knivsflå, 2017, F10, s. 26). I fremtidsregnskapet er det vanlig å forutsette at kontantstrømmen blir realisert ved slutten av året. I dette kapittelet regner vi derfor rentabilitet på inngående kapital, og vi bruker følgende uttrykk i våre beregninger (Knivsflå, 2017, F10, s. 15):

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapitalen}}{\text{Inngående kapital} + ((\Delta\text{kapital i året} - \text{normalisert nettoresultat})/2)}$$

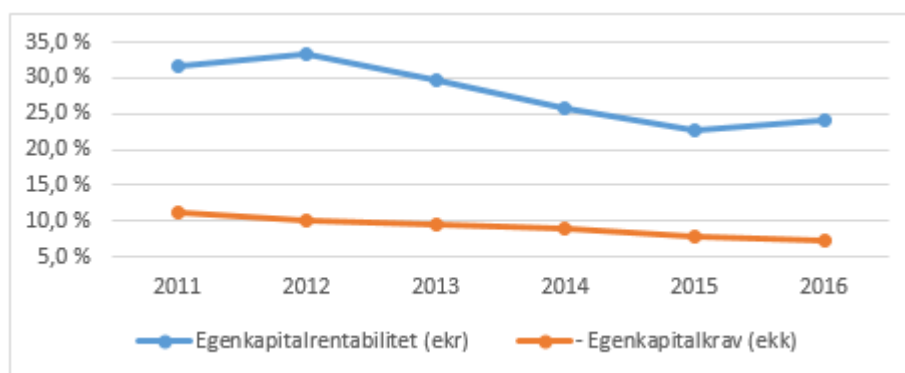
Dette gir følgende uttrykk for egenkapitalrentabilitet:

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

Beregning av strategisk eierfordel i Rema 1000 er presentert i tabell 8.1:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Egenkapitalrentabilitet (ekr)	31,7 %	33,5 %	29,6 %	25,8 %	22,7 %	24,2 %	27,9 %
- Egenkapitalkrav (ekkk)	11,2 %	10,1 %	9,5 %	8,9 %	7,9 %	7,1 %	8,9 %
Strategisk eierfordel	20,5 %	23,4 %	20,1 %	16,9 %	14,8 %	17,1 %	18,8 %

Tabell 8.1 – Strategisk eierfordel



Figur 8.2 – Strategisk eierfordel

Over analyseperioden har Rema 1000 hatt en gjennomsnittlig strategisk fordel på 18,8 %. Dersom vi ikke hadde hensyntatt justeringene i kapittel 5 hadde Rema 1000 hatt en gjennomsnittlig strategisk fordel på 30,8 %. Dette indikerer at de rapporterte tallene presenterer en overvurdert strategisk eierfordel. Etter justering er fordelen fortsatt relativt høy, men gir likevel et bedre mål enn de ujusterte tallene.

Videre er det sentralt å få bedre innsikt i de underliggende kildene til den strategiske eierfordelen. Kildene består av driftsfordel og finansieringsfordel. Videre dekomponeres driftsfordelen i bransjefordel fra drift (BFD) og ressursfordel fra drift (RFD), hvor det også inngår en gearingfordel (GFD) (Knivsflå, 2017, F10, s. 43). Dette gir følgende sammensetning av den strategiske eierfordelen:

Strategisk eierfordel

$$= \text{Bransjefordel drift (BFD)} + \text{Ressursfordel drift (RFD)} \\ + \text{Gearingfordel drift (GFD)} + \text{Finansieringsfordel (FF)}$$

I de neste kapitlene vil vi gå i dybden på de ulike kildene.

8.2 Driftsfordel – bransje, ressurs og gearing

Avkastning på investert kapital måler lønnsomheten fra driften (Petersen, mfl, 2017, s. 142), dvs. netto driftsrentabilitet. Denne beregnes på samme måte som presentert i kapittel 8.1. *Driftsfordelen* er dermed differansen mellom driftsrentabilitet (ndr) og netto driftskrav (ndk), skalert etter gearing. Driftsfordelen kan videre dekomponeres i en *bransjefordel*, en *ressursfordel* og en *gearingfordel*. Bransjefordel og ressursfordel utgjør den «rene» strategiske fordelten fra drift (SFD), og forekommer dersom netto driftsrentabilitet overstiger netto driftskrav (Knivsflå, 2017, F11, s. 7). Bransjefordelen er felles for bransjen og forklares dermed av strategisk analyse av bransjen og øvrige makroforhold. Ressursfordelen sier noe om Rema 1000 sin fordel i forhold til bransjen, og kan forklares av strategisk analyse av interne ressurser. Gearingfordelen er en skalering, og presenterer en fordel ved å gire driften ved bruk av nettogjeld når driften er lønnsom, dvs. når en strategisk driftsfordel eksisterer (Knivsflå, 2017, F11, s. 8).

Driftsfordel med dekomponeringer illustreres som følger:

$$\text{Driftsfordel} = (\text{ndr}_B - \text{ndk}) + (\text{ndr} - \text{ndr}_B) + (\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig})$$



hvor ndr_B =netto driftsrentabilitet til bransjen, ndk =netto driftskrav, ndr =netto driftsrentabilitet, nfgg =netto finansiell gjeldsgrad, mig =minoritetsgrad

Vi forventer at bransjens netto driftskrav er tilnærmet lik Rema 1000s krav. Dette begrunnes i Miller-Modigliani sin proposisjon 1, som sier at verdien av et selskap er uavhengig av kapitalstrukturen (Berk % DeMarzo, 2011, s. 455). Vi bygger videre på dette og forutsetter dermed at netto driftskravet til bransjen er lik netto driftskravet til Rema 1000. Dette ble beregnet i kapittel 7.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Bransjefordel drift	2,2 %	2,8 %	1,6 %	2,4 %	1,6 %	4,5 %	2,5 %
+ Ressursfordel drift	1,8 %	3,5 %	3,9 %	3,1 %	4,2 %	3,1 %	3,3 %
= Strategisk fordel drift	4,0 %	6,3 %	5,5 %	5,5 %	5,9 %	7,6 %	5,8 %
+ Gearingfordel	12,6 %	17,4 %	13,5 %	11,0 %	9,9 %	10,8 %	12,5 %
= Driftsfordel	16,6 %	23,7 %	19,0 %	16,5 %	15,7 %	18,4 %	18,3 %

Tabell 8.3 – Driftsfordel

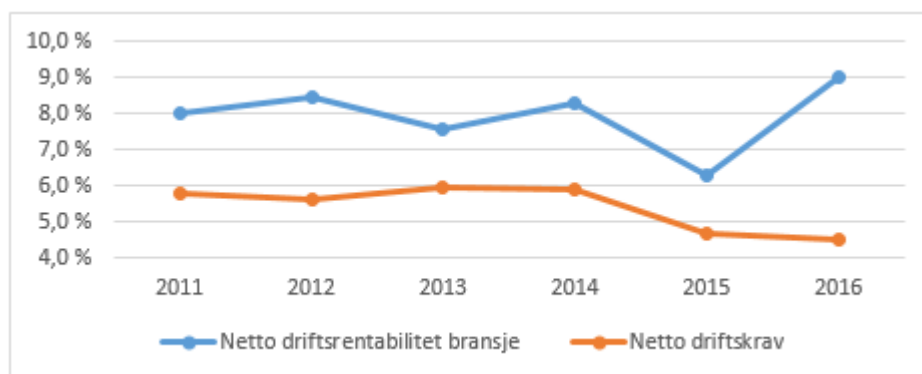
I tabell 8.3 følger en oppsummering av driftsfordel gjennom analyseperioden. Vi vil nå analysere de ulike komponentene nærmere.

8.2.1 Bransjefordel

En bransjefordel oppstår når netto driftsrentabilitet til bransjen overstiger netto driftskrav ($ndr_B - ndk > 0$). Denne kan øke dersom bransjen har muligheter eller minke dersom bransjen eller omgivelsene står overfor trusler. Dette er forhold som er til felles for alle aktørene i bransjen. En eventuell bransjefordel vil følgelig gjelde for bransjen som helhet, og er ikke særegen for en spesiell virksomhet (Knivsflå, 2017, F11, s. 11). Netto driftsrentabilitet i bransjen regnes på gjennomsnittlig kapitalt, justert for opptjent kapital i året, som definert i kapittel 8.1. I henhold til den eksterne strategiske analysen i kapittel 4.2, forventer vi at dagligvarebransjen har en moderat bransjefordel. Med justerte og omgrupperte tall får vi følgende kvantitativt resultat:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Netto driftsrentabilitet bransje	8,0 %	8,4 %	7,5 %	8,3 %	6,3 %	9,0 %	7,9 %
- Netto driftskrav	5,8 %	5,6 %	5,9 %	5,9 %	4,7 %	4,5 %	5,4 %
= Bransjefordel drift	2,2 %	2,8 %	1,6 %	2,4 %	1,6 %	4,5 %	2,5 %

Tabell 8.4 – Bransjefordel drift



Figur 8.5 – Bransjefordel

Vi ser at netto driftsrentabilitet til bransjen har vært høyere enn netto driftskravet gjennom hele analyseperioden. Dette har totalt sett gitt en bransjefordel med et snitt på 2,5 %. En bransjefordel på 2,5 % tilsier en moderat strategisk fordel noe som samsvarer med den strategiske analysen i kapittel 4.2. Vi ønsker å påpeke at med ujusterte tall får vi en gjennomsnittlig bransjefordel på 6,1 %. Dette tilsier at de justerte tallene bedre presenterer de faktiske forholdene og dagens konkurransesituasjon. Vi ser videre at bransjefordelen har holdt seg relativt jevn over analyseperioden, med en økning i 2016. Dette kan tyde på at

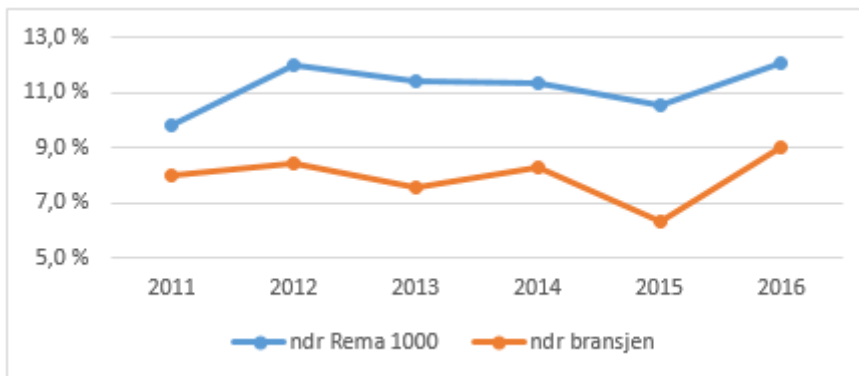
bransjefordelen vil holde seg på et moderat nivå også i fremtiden. Vi har i kapittel 4.2 konkludert med oligopol som markedsstruktur og svært høye etableringsbarrierer, noe som begrenser fremtidig konkurranse. Dette underbygger vår konklusjon. Se for øvrig oppsummering av kvalitativ analyse i kapittel 4.5.

8.2.2 Ressursfordel

Ressursfordel drift eksisterer når virksomheten har en større rentabilitet enn bransjen ($ndr - ndr_B > 0$). Ressursfordelen kan øke dersom Rema 1000 har sterke sider internt, og reduseres ved svake sider (Knivsflå, 2017, F11, s. 18). Ressursfordelen gjennom analyseperioden ser slik ut:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
ndr Rema 1000	9,8 %	12,0 %	11,4 %	11,4 %	10,5 %	12,1 %	11,2 %
- ndr bransjen	8,0 %	8,4 %	7,5 %	8,3 %	6,3 %	9,0 %	7,9 %
= Ressursfordel drift	1,8 %	3,5 %	3,9 %	3,1 %	4,2 %	3,1 %	3,3 %

Tabell 8.6 – Ressursfordel drift



Figur 8.7 – Ressursfordel

Vi ser at Rema 1000 har hatt en ressursfordel jevnt over analyseperioden. Ressursfordelen var høyest i 2015, og i 2016 jevnes den mer ut mot bransjen. Gjennomsnittlig ressursfordel over analyseperioden er 3,3 %. I den interne strategiske analysen i kapittel 4.3 konkluderte vi med at Rema 1000 har en moderat ressursfordel, noe som stemmer godt med beregningene over. I kapittel 4.3 har vi også konkludert med at ressursfordelen vil bli mindre i fremtiden. Hovedsakelig begrunnes dette med høy konkurranse i lavprissegmentet, i tillegg til at Rema 1000 er den minste aktøren. Også dette samsvarer godt med at den kvantifiserte ressursfordelen til Rema 1000 ser ut til å nærme seg bransjegjennomsnittet.

Det påpekes videre at de ujusterte tallene resulterte i en ressursfordel på 13,5 % i gjennomsnitt, noe som anses som kunstig høyt. Dette underbygger igjen viktigheten av justeringene fra

kapittel 5.4, som gir mer realistiske beregninger både historisk og for fremtiden. Rema 1000 har historisk vært en ledende aktør i lavprissegmentet, og en moderat ressursfordel anses dermed som rimelig. Videre vil vi dekomponere denne ressursfordelen i en marginfordel og en omløpsfordel.

Dekomponering og analyse av ressursfordel drift

For å få en bedre forståelse av kildene knyttet til ressursfordelen, vil vi nå foreta en dekomponering ved hjelp av DuPont-modellen. DuPont-modellen er en strategisk analyse som sammenligner rentabiliteten til Rema 1000 med bransjen, og dekomponeringen gjøres ved å dele ressursfordelen i en marginfordel og en omløpsfordel (Penman, 2013, s. 323):

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



hvor ndm =netto driftsmargin (netto driftsresultat/driftsinntekter), $onde$ =omløpet til netto driftseiendeler (driftsinntekter/netto driftseiendeler)

Ettersom Rema 1000 opererer innen lavprissegmentet, forventer vi at omløpsfordelen er klar og at marginfordelen er mindre. Lavpris er i tillegg noe som taler for lavere marginer. Dekomponering av ressursfordelen følger av tabell 8.8:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Marginfordel	1,3 %	2,5 %	2,3 %	1,4 %	3,4 %	2,1 %	2,2 %
+ Omløpsfordel	0,4 %	1,0 %	1,5 %	1,7 %	0,8 %	0,9 %	1,1 %
= Ressursfordel drift	1,8 %	3,5 %	3,9 %	3,1 %	4,2 %	3,1 %	3,3 %

Tabell 8.8 – Dekomponering ressursfordel

Som vi ser av tabell 8.8 er marginfordelen noe større enn omløpsfordelen. Dette er inkonsistent med våre forventninger, ettersom vi hadde forventet høyere omløp enn bransjen. Det presiseres videre at før justering var marginfordelen 4,8 % og omløpsfordelen 8,7 %. Dette forholdet er nærmere vår forventning, noe som kan indikere at de ujusterte tallene bedre viser kildene til fordelene. Totalt sett anser vi likevel en ressursfordel på 3,3 % å være nærmere vår forventning om en moderat ressursfordel.

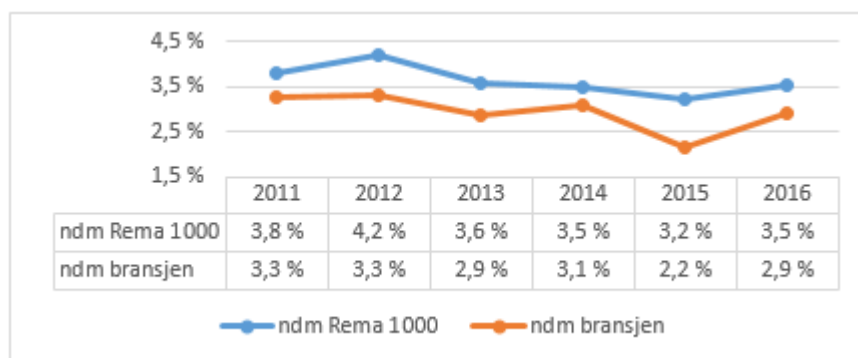
En mulig årsak til at omløpsfordelen er lavere enn antatt, er manglende justering av driftsinntekter. Vi viser her til vår diskusjon i delkapittel 5.4.3. Justering av operasjonell leie og markedsføring førte til en økning av netto driftseiendeler. Manglende justering av

driftsinntektene fører dermed til at driftsinntektene blir undervurderte i forhold til driftseiendelene. Følgelig blir omløpsfordelen lavere enn forventet. Dette viser at tallene ikke nødvendigvis kan stoles på. Etersom vi ikke får justert for alle identifiserte målefeil, er dette noe vi som analytikere må leve med. Følgelig må vi være forsiktige i våre fortolkninger i videre analyser. Vi vil nå ser nærmere på marginfordelen og omløpsfordelen hver for seg.

Marginfordel

Marginfordel oppstår dersom virksomheten har lavere driftskostnad per krone i driftsinntekt enn bransjen, og dermed en høyere netto driftsmargin. *Netto driftsmargin* måler evnen virksomheten har til å generere netto driftsresultat per krone omsatt, og er dermed et mål på lønnsomhet (Knivsfå, 2017, F11, s. 28-31).

Figuren under viser netto driftsmargin for Rema 1000 sammenlignet med netto driftsmargin for bransjen gjennom analyseperioden.



Figur 8.9 – Netto driftsmargin

Rema 1000 har en gjennomsnittlig netto driftsmargin på 3,6 % og bransjen har et gjennomsnitt på 2,9 %. I figur 8.9 ser vi utviklingen over tid. Denne viser at Rema 1000 har hatt høyere margin enn bransjen gjennom hele analyseperioden. Dette har videre ført til at Rema 1000 har hatt en marginfordel i hele analyseperioden. For å få bedre innsikt i kildene til marginfordelen, utføres en «common-size»-analyse. Alle postene i netto driftsresultat presenteres her i prosent av driftsinntektene, sammenlignet med bransjen (Petersen mfl., 2017, s. 161). Videre ganger vi med gjennomsnittlig onde, slik at vi får en vektet fordel. På denne måten ser vi hvilke poster som skaper marginfordelen til Rema 1000. Resultatet er presentert i tabell 8.10:

Common-size analyse Rema-bransje	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Vekt Vekta		
							Snitt	onde	fordel
Driftsinntekter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	3,093	0,000
Varekostnad	0,019	0,033	0,034	0,039	0,046	0,050	0,037	3,093	0,113
Lønnskostnad	-0,037	-0,042	-0,041	-0,043	-0,043	-0,044	-0,042	3,093	-0,129
Andre driftskostnader	0,001	-0,003	0,000	-0,005	-0,011	-0,009	-0,004	3,093	-0,014
Avskrivninger	0,010	-0,001	-0,004	0,002	-0,005	-0,006	-0,001	3,093	-0,002
Driftsresultat fra egen virksomhet	0,007	0,013	0,011	0,007	0,014	0,008	0,010	3,093	0,031
Driftsrelatert skattekostnad	0,002	0,003	0,003	0,002	0,004	0,002	0,003	3,093	0,008
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	0,005	0,010	0,008	0,005	0,010	0,006	0,008	3,093	0,023
Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	0,000	-0,001	-0,001	-0,001	0,000	0,000	0,000	3,093	-0,001
Netto driftsresultat	0,005	0,009	0,007	0,004	0,011	0,006	0,007	3,093	0,022

Tabell 8.10 – Common-size analyse

Av tabellen over ser vi at summen av den vektete marginfordelen blir 2,2 %, noe som samsvarer med beregning i tabell 8.8. Tabellen kan tolkes på følgende måte: Negativ vektet fordel i kostnadsposter tilsier fordel, og positiv vektet fordel i inntektsposter tilsier fordel. Tabellen viser at den største kostnadsfordelen til Rema 1000 ligger i posten *lønnskostnad*, som har en vektet fordel på 12,9 %. Deler av denne reduseres av kostnadsulempe i posten *varekostnad*, *skattekostnad*, samt en liten ulempe i posten *nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter*.

En liten *lønnskostnadsfordel* vil være naturlig ettersom Rema 1000 har færre butikker enn konkurrentene, samtidig som de opererer innenfor kun ett segment. Størrelsen på fordelene er imidlertid større enn forventet. Dette henger sammen med manglende konsolidering av franchisetakerne, som nevnt i kapittel 5.4.3. Manglende konsolidering fører til at inntektene og lønnskostnadene blir undervurdert i konsernregnskapet. Resultatet blir at Rema 1000 får en kunstig høy lønnskostnadsfordel, som resulterer i en overvurdert marginfordel. Forholdet mellom lønnskostnader og driftsinntekter utgjør rundt 4 % gjennom hele analyseperioden. I bransjen er samme forhold på rundt 8 % i samme periode. For øvrig er fordelene fra andre driftskostnader og avskrivninger marginale, om omtales dermed ikke videre.

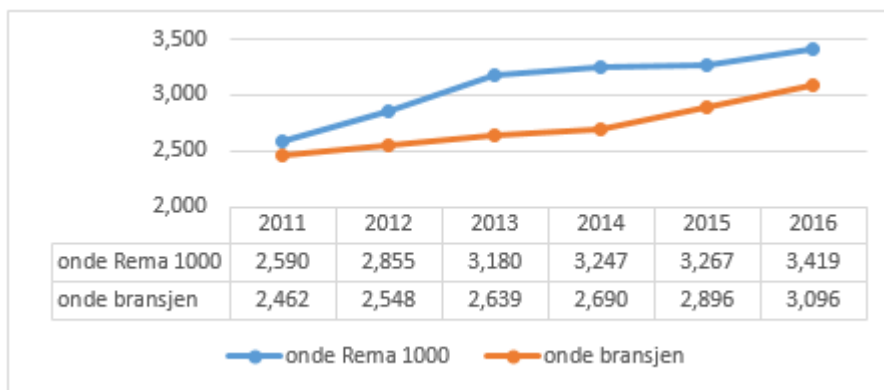
Rema 1000 har også en *varekostnadsulempe* gjennom hele analyseperioden. Ulempen har økt de siste årene, hvor varekostnad i prosent av driftsinntekter var 1,9 % høyere for Rema 1000 i 2011 og hele 5 % høyere i 2016. Dette forklarer også hvorfor marginfordelen er redusert totalt i 2016. Ulempen kan ha sammenheng med at både Coop og NorgesGruppen driver innenfor flere segmenter. Ved å ha butikker i flere segmenter, kan NorgesGruppen og Coop selge varer til høyere priser, og dermed også oppnå høyere marginer. Dette forutsetter at de har samme innkjøpspris for samme vare i de ulike segmentene. Ettersom Rema 1000 kun driver innenfor

lavprissegmentet, er det naturlig at de har en varekostnadsulempe, da de mest sannsynlig ikke får like høy fortjeneste på varene sammenlignet med for eksempel Spar og Meny. Dette samsvarer også med vår forventning om at Rema 1000 ikke vil ha en vesentlig marginfordel.

Totalt sett ser vi altså at resultatene av «common-size»-analysen er tvetydige og gir dermed ikke et korrekt bilde av de underliggende forholdene. Som nevnt innledningsvis, kan dette ha oppstått grunnet manglende justering av målefeil. Følgelig foreligger det noe usikkerhet knyttet til marginfordelen. Vi har likevel vurdert effekten av målefeil i våre analyser og tatt hensyn til dette i endelige konklusjoner.

Omløpsfordel

Omløpsfordelen oppstår når virksomheten har høyere driftsinntekt per krone investert, eventuelt lavere kapitalbinding per krone omsatt i forhold til bransjen (Knivsfå, 2017, F11, s. 28). *Omløpet til netto driftseiendeler* måler virksomhetens evne til å generere driftsinntekter per krone investert, og er dermed et mål på effektivitet (Penman, 2013, s. 373). Omløpet til netto driftseiendeler for Rema 1000 og bransjen er presentert i figur 8.11:



Figur 8.11 – Omløpet til netto driftseiendeler

I figur 8.11 ser vi at Rema 1000 ligger over bransjen gjennom hele analyseperioden, med en gjennomsnittlig onde på 3,093 mot bransjesnittet på 2,722. Rema 1000 har dermed hatt evne til å generere mer inntekter per krone investert enn bransjen. Vi forventer at Rema 1000 vil ha høyere onde enn bransjen, ettersom vi forventer at lavpris i større grad vil generere driftsinntekter per krone investert. Ettersom Rema 1000 kun opererer innenfor lavprissegmentet forventes det også at omløpsfordelen er høyere enn marginfordelen. Dette er imidlertid ikke tilfelle i våre analyser. En mulig forklaring på at resultatet av analysen ikke stemmer overens med vår forventning, er også her knyttet til justering av målefeil. Det vises

til vår diskusjon i delkapittel «*Dekomponering og analyse av ressursfordel drift*». Rema 1000 har likevel en omløpsfordel, dog mindre enn marginfordelen som følge av justeringene.

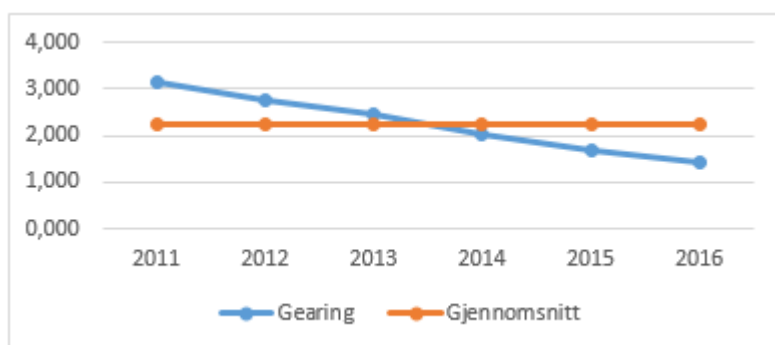
Ettersom det vesentligste av inntektene i Rema 1000 kommer fra handelsegmentet, vil det ikke være hensiktsmessig med videre analyse av omløp per segment eller enhet.

8.2.3 Gearingfordel drift

Når det foreligger en strategisk fordel i drift, kan denne skaleres opp gjennom en relativ økning av gjeldsfinansiering og minoritetsinteresser sett i forhold til egenkapital. Dette kalles gearing (Penman, 2013, s. 367). Økt gearing gir likevel ikke merverdier til eierne, jf. Mille-Modiglianis andre proposisjon, som sier at egenkapitalkravet vil øke i samsvar med økt gearing som følge av finansiell risiko (Penman, 2013, s. 449). Formelen for gearing ble presentert innledningsvis i kapittel 8.2. Tabellen under viser gearingfordelen over analyseperioden:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Strategisk fordel drift	4,0 %	6,3 %	5,5 %	5,5 %	5,9 %	7,6 %	5,8 %
* Gearing	3,15	2,74	2,47	2,01	1,68	1,42	2,24
= Gearingfordel	12,6 %	17,4 %	13,5 %	11,0 %	9,9 %	10,8 %	12,5 %

Tabell 8.12 – Gearingfordel



Figur 8.13 – Gearing

Som vi ser i tabellene over har Rema 1000 hatt både gearing og strategisk fordel gjennom hele analyseperioden. Totalt sett gir dette en gearingfordel. Vi ser at gearing er redusert betydelig de siste årene, noe som henger sammen med stabile resultater som øker egenkapitalen, samt reduksjon av finansiell gjeld i henhold til Rema 1000 sitt mål om å være gjeldsfri. Gearingen er likevel høy, noe som gir en høy gearingfordel. Dette skyldes hovedsakelig kapitalisering av operasjonell leie i kapittel 5.4.

8.3 Finansieringsfordel

Den andre hovedkomponenten i strategisk eierfordel er finansieringsfordel. I utgangspunktet antas det at investorer kan forvente å oppnå en rentabilitet som ligger omtrent rundt kravet til långiverne. Følgelig forventes det at finansieringsfordelen er liten, og dermed ingen betydelig kilde til strategisk fordel. Det er derfor heller ikke meningsfullt å splitte finansieringsfordel i bransje- og ressursfordel (Knivsflå, 2017, F10, s. 51). Finansieringsfordel uttrykkes som følger:

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



hvor $nfgk$ =netto finansiell gjeldskrav, $nfgr$ =netto finansiell gjeldsrentabilitet, $nfgg$ =netto finansiell gjeldsgrad, mik =minoritetskrav, mir =minoritetsrentabilitet, mig =minoritetsgrad

Finansieringsfordel netto finansiell gjeld består altså av finansieringsfordel finansiell gjeld og finansiell eiendel. I de kommende kapitlene analyserer vi de ulike komponentene separat. I analysene blir de estimerte kravene fra kapittel 7 benyttet.

8.3.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld

For eierne i Rema 1000 vil det være en fordel at virksomheten benytter finansiell gjeld dersom kravet er større enn rentabiliteten. En fordel for Rema 1000, vil på den annen side være en ulempe for långiverne. Ved beregning benyttes følgende formel (Knivsflå, 2017, F10, s. 55):

$$\text{Finansieringsfordel } FG = (fgk - fgr) * fgg$$

hvor fgk =finansiell gjeldskrav, fgr =finansiell gjeldsrente, fgg =finansiell gjeldsgrad

For å finne fgr og fgg benyttes følgende formler:

$$fgr = \frac{NFK_t}{FG_{t-1} + (\Delta FG_t - NFK_t)/2}$$

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

hvor NFK =netto finanskostnad, FG =finansiell gjeld, EK =egenkapital, NRE =nettoresultat til egenkapital

Fullstendig utregning gjennom analyseperioden er presentert i tabell 8.14:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Finansiell gjeldskrav	3,2 %	3,3 %	3,7 %	3,7 %	2,1 %	1,9 %	3,0 %
- Finansiell gjeldsrente	1,7 %	3,6 %	3,3 %	3,4 %	2,6 %	2,8 %	2,9 %
= Finansiell gjeldsrentefordel	1,5 %	-0,3 %	0,4 %	0,3 %	-0,5 %	-0,8 %	0,2 %
* Finansiell gjeldsgrad	3,330	3,369	2,746	2,203	1,802	1,499	3,334
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	5,0 %	-1,0 %	1,0 %	0,6 %	-0,9 %	-1,2 %	0,6 %

Tabell 8.14 – Finansieringsfordel finansiell gjeld

Grunnet justeringene foretatt i kapittel 5 er finansiell gjeldsgrad noe høy. Denne gir likevel lite utslag, slik at finansieringsfordel finansiell gjeld er tilnærmet 0. Dette stemmer overens med vår forventning. Vi ser videre at beregningen for 2011 gir en noe høy fordel. Dette skyldes at finanskostnadene var svært lave i forhold til den finansielle gjelden. Justeringen gav dermed vesentlig høyere finansiell gjeld og dermed en høy fordel totalt. Vi har dermed en marginal gjennomsnittlig fordel på 0,6 % over analyseperioden. Før justering hadde Rema 1000, til sammenligning, en gjennomsnittlig ulempe på -0,4 % over analyseperioden. Vi anser likevel at resultatene etter justering er rimelig. I 2015 og 2016 er det totalt sett en ulempe, noe som anses naturlig i forhold til de lave rentekostnadene i markedet de siste årene.

8.3.2 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Finansieringsfordel finansielle eiendeler sier noe om lønnsomheten av forvaltningen i virksomheten. Her vil det være en fordel for eierne å holde finansielle eiendeler når rentabiliteten er større enn kravet (Knivsflå, 2017, F10, s. 60). Dette gir følgende uttrykk:

$$\text{Finansieringsfordel FE} = (fer - fek) * feg$$

hvor fer =finansiell eiendelsrente, fek =finansiell eiendelskrav, feg =finansiell eiendelsgrad

For å finne fer og feg benyttes følgende formler:

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

hvor NFI =netto finansinntekt, FE =finansielle eiendeler, EK =egenkapital, NRE =nettoresultat til egenkapital

Endelig finansieringsfordel finansielle eiendeler fremkommer i tabell 8.15:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,8 %	3,2 %	2,5 %	1,9 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %
- Finansiell eiendelskrav	2,6 %	2,0 %	2,1 %	1,9 %	1,3 %	1,0 %	1,8 %
= Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	-1,9 %	1,2 %	0,4 %	0,0 %	0,5 %	0,9 %	0,2 %
* Finansiell eiendelsgrad	0,537	0,731	0,446	0,321	0,234	0,163	0,405
= Finansieringsfordel finansielle eiendeler	-1,0 %	0,9 %	0,2 %	0,0 %	0,1 %	0,2 %	0,1 %

Tabell 8.15 – Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Finansieringsfordelen har vært tilnærmet 0 gjennom hele analyseperioden. Rema 1000 har imidlertid en gjennomsnittlig fordel på 0,1 %. Denne er lav, noe som henger sammen med at virksomheten generelt sett holder lite finansielle eiendeler. Dette genererer lave finansinntekter, noe som videre medfører en lav rentabilitet.

8.3.3 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Basert på beregningene av finansieringsfordel finansiell gjeld og finansielle eiendeler, kan vi beregne *finansieringsfordel netto finansiell gjeld*. Dette er den første komponenten i total finansieringsfordel. Denne sammenhengen er presentert i tabellen under:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	5,0 %	-1,0 %	1,0 %	0,6 %	-0,9 %	-1,2 %	0,6 %
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	-1,0 %	0,9 %	0,2 %	0,0 %	0,1 %	0,2 %	0,1 %
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	4,0 %	-0,1 %	1,2 %	0,6 %	-0,7 %	-1,1 %	0,7 %

Tabell 8.16 – Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

På samme måte som for finansiell gjeld vil det være en fordel for eierne når kravet er større enn renten. Finansieringsfordel netto finansiell gjeld kan derfor også beregnes basert på krav og rentabilitet. En alternativ beregning av finansieringsfordel netto finansiell gjeld uttrykkes som følger:

$$\text{Finansieringsfordel NFG} = (nfgk - nfggr) * nfgg$$

For å finne nfggr og nfgg benyttes følgende formler:

$$nfggr = \frac{NFK_t - NFI_t}{NFG_{t-1} + (\Delta NFG_t - NFK_t + NFI_t) / 2}$$

$$nfgg = \frac{NFG_{t-1} + (\Delta NFG_t - NFK_t + NFI_t) / 2}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t) / 2}$$

Denne beregningen skal gi samme svar som beregningen i tabell 8.16. Resultatene er presentert i tabell 8.17:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Netto finansiell gjeldskrav	3,4 %	3,6 %	4,0 %	3,9 %	2,2 %	2,0 %	3,2 %
- Netto finansiell gjeldsrente	1,9 %	3,7 %	3,4 %	3,6 %	2,7 %	2,9 %	3,0 %
= Netto finansiell gjeldsrentefordel	1,5 %	-0,1 %	0,5 %	0,3 %	-0,5 %	-0,8 %	0,2 %
* Netto finansiell gjeldsgrad	2,792	2,637	2,300	1,882	1,567	1,337	2,086
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	4,0 %	-0,1 %	1,2 %	0,6 %	-0,7 %	-1,1 %	0,7 %

Tabell 8.17 – Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Vi ser at resultatet i tabell 8.17 samsvarer med beregningen i tabell 8.16, det vil si at metodene er ekvivalente. Totalt sett gir netto finansiell gjeld en gjennomsnittlig finansieringsfordel på 0,7 %. Til tross for den store fordel i 2011 er total fordel tilnærmet 0. Dette stemmer også med vår forventning. Dette er naturlig ettersom det eksisterer sterk konkurranse i finansmarkedet.

8.3.4 Finansieringsfordel minoritet

Den siste komponenten i total finansieringsfordel er finansieringsfordel minoritet. Det vil være en fordel for majoritetsseierne å ha minoritetsinteresser dersom kravet er større enn rentabiliteten, slik at minoriteten er med på å dele eventuelle økonomiske tap i datterselskap. Denne forventes å være svært lav ettersom majoriteten er i posisjon til å skvise minoriteten, det vil si vi forventer en fordel tilnærmet 0 (Knivsflå, 2017, F10, s. 69-70). Beregningen uttrykkes som følger:

$$\text{Finansieringsfordel MI} = (\text{mik} - \text{mir}) * \text{mig}$$

Mik og mir beregnes ved følgende formler:

$$\text{mir} = \frac{\text{NMR}_t}{\text{MI}_{t-1} + (\Delta\text{MI}_t - \text{NMR}_t)/2}$$

$$\text{mig} = \frac{\text{MI}_{t-1} + (\Delta\text{MI}_t - \text{NMR}_t)/2}{\text{EK}_{t-1} + (\Delta\text{EK}_t - \text{NRE}_t)/2}$$

hvor NMR =netto minoritetsresultat, MI =minoritetsinteresser, EK =egenkapital, NRE =nettoresultat til egenkapital

Finansieringsfordel minoritet i Rema 1000 blir som følger:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Minoritetskrav	12,7 %	11,6 %	11,0 %	10,4 %	9,4 %	8,6 %	10,4 %
- Minoritetsrentabilitet	16,8 %	21,1 %	18,4 %	25,5 %	22,2 %	22,1 %	21,0 %
= Minoritetsrentabilitetsfordel	-4,1 %	-9,5 %	-7,4 %	-15,1 %	-12,9 %	-13,4 %	-10,4 %
* Minoritetsgrad	0,021	0,021	0,013	0,012	0,011	0,012	0,015
= Finansieringsfordel minoritetsinteresser	-0,1 %	-0,2 %	-0,1 %	-0,2 %	-0,1 %	-0,2 %	-0,1 %

Tabell 8.18 – Finansieringsfordel minoritetsinteresser

Som forventet er finansieringsfordelen rundt 0 gjennom hele analyseperioden. Rentabilitetsfordelen er likevel negativ gjennom hele perioden, noe som tilsier at minoriteten er en «byrde» for majoriteten. Dette vil på motsatt side tilsvare en fordel for minoriteten. Det kan være en indikator på at minoritet er undervurdert. I fremtiden vil det forventes at minoritetsrentabilitetsfordelen reverseres mot kravet, men at minoriteten vil fortsette å ha en liten fordel. Totalt sett har Rema 1000 en ulempe med et gjennomsnitt på -0,1 %. Denne er svært lav og anses dermed ikke å utgjøre en vesentlig ulempe for majoriteten.

8.3.5 Oppsummering finansieringsfordel

Finansiering anses normalt ikke å være en vesentlig kilde til strategisk fordel, men bruk av finansiering kan likevel gi en større driftseffekt gjennom gearingfordel i drift (Knivsflå, 2017, F10, s. 75). Innledningsvis presenterte vi at *Finansieringsfordel = Finansieringsfordel netto finansiell gjeld + Finansieringsfordel minoritet*. I delkapitlene ovenfor er samtlige komponenter presentert. Dette gir følgende totale finansieringsfordel gjennom analyseperioden:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	5,0 %	-1,0 %	1,0 %	0,6 %	-0,9 %	-1,2 %	0,6 %
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	-1,0 %	0,9 %	0,2 %	0,0 %	0,1 %	0,2 %	0,1 %
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	4,0 %	-0,1 %	1,2 %	0,6 %	-0,7 %	-1,1 %	0,7 %
+ Finansieringsfordel minoritetsinteresser	-0,1 %	-0,2 %	-0,1 %	-0,2 %	-0,1 %	-0,2 %	-0,1 %
= Finansieringsfordel	4,0 %	-0,3 %	1,1 %	0,4 %	-0,9 %	-1,2 %	0,6 %

Tabell 8.19 – Finansieringsfordel oppsummert

Som tabellen over viser, har Rema 1000 en gjennomsnittlig finansieringsfordel gjennom analyseperioden på 0,6 %. Den er som nevnt noe høy i 2011, men totalt sett ikke betydelig. Estimert samsvarer med antagelsen om at finansiering vanligvis ikke er en vesentlig kilde til strategisk fordel.

8.4 Oppsummering historisk superrentabilitet

Analysen av strategisk fordel viser at Rema 1000 har hatt en gjennomsnittlig superrentabilitet på 18,8 %. Av denne utgjør strategisk fordel drift 5,8 %. Se oppsummering i tabell 8.21:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Bransjefordel drift	2,2 %	2,8 %	1,6 %	2,4 %	1,6 %	4,5 %	2,5 %
+ Ressursfordel drift	1,8 %	3,5 %	3,9 %	3,1 %	4,2 %	3,1 %	3,3 %
= Strategisk fordel drift	4,0 %	6,3 %	5,5 %	5,5 %	5,9 %	7,6 %	5,8 %
+ Gearingfordel	12,6 %	17,4 %	13,5 %	11,0 %	9,9 %	10,8 %	12,5 %
= Driftsfordel	16,6 %	23,7 %	19,0 %	16,5 %	15,7 %	18,4 %	18,3 %
+ Finansieringsfordel NFG	4,0 %	-0,1 %	1,2 %	0,6 %	-0,7 %	-1,1 %	0,7 %
+ Finansieringsfordel MI	-0,1 %	-0,2 %	-0,1 %	-0,2 %	-0,1 %	-0,2 %	-0,1 %
= Strategisk fordel	20,5 %	23,4 %	20,1 %	16,9 %	14,8 %	17,1 %	18,8 %

Tabell 8.20 – Strategisk fordel oppsummert

I den kvalitative analysen konkluderte vi med at Rema 1000 har en *stor* strategisk fordel i drift, jf. kapittel 4.5. Dette er konsistent med de kvantitative analysene som vi nå har gjennomgått. Vi konkluderte da med at både *bransjefordelen* og *ressursfordelen* er *moderat*, som totalt sett gir en *stor* strategisk fordel fra drift.

Bransjefordelen på 2,5 % er moderat. Vi har tidligere begrunnet en moderat bransjefordel med markedsstrukturen (oligopol), høye etableringsbarrierer og få reelle substitutter. Videre har både leverandører og kunder lav markedsrett, slik at dagligvarekjedene i stor grad kan diktere både priser og vareutvalg. Begrunnelsen for at bransjefordelen er moderat heller enn stor, er den høye konkurransen internt i bransjen. Vi viser her til vår diskusjon i kapittel 4.2. Fremover forventes det ikke at bransjefordelen skal reduseres. Begrunnelsen for dette er nettopp de høye etableringsbarrierene og importvernet som begrenser det ytre konkurransepresset. Vi forventer heller ikke at fordelene skal øke i fremtiden. Dette begrunnes med at det også i fremtiden forventes å være sterk konkurranse internt i bransjen. Videre kan også myndighetsreguleringer og importrestriksjoner begrense ytterligere vekst. Vi forventes dermed at fordelene vil holdes moderat.

Den moderate *ressursfordelen* på 3,3 % begrunnes med at Rema 1000 har unik erfaring og kompetanse innen franchise, i tillegg til et sterkt merkenavn og en god posisjonering innenfor EMV. Dette er forhold som tyder på en stor ressursfordel. På den annen side, er Rema 1000 er den minste aktøren i bransjen i tillegg til at de kun er representert i lavprissegmentet. Dette

kan tyde på at Rema 1000 ikke kan oppnå like gode innkjøpspriser, samt at de har mindre kundemasse. En moderat ressursfordel anses dermed som passende. Vi viser her til vår diskusjon i kapittel 4.3. Som vi ser av kapittel 8.2, består ressursfordelen hovedsakelig av en marginfordel. Dette samsvarer med marginskvis i bransjen som igjen fører til at Rema 1000 gjør det noe bedre enn bransjen. Vi forventet likevel at omløpsfordelen ville være størst, ettersom Rema 1000 kun driver i lavprissegmentet. Av dekomponeringen kom det imidlertid frem at justeringene fra kapittel 5 har hatt innvirkning på kildene til ressursfordelen.

Det presiseres også at Rema 1000 har hatt en stabil netto driftsrentabilitet i perioden, med et gjennomsnitt på 11,2 %. Dette tilsier at virksomheten genererer en avkastning på 11,2 % per krone investert i drift (12,1 % for 2016) (Petersen, mfl, 2017, s. 142). Til sammenligning har bransjen et gjennomsnitt på 7,9 %. Rema 1000 har også en marginal finansieringsfordel på 0,6 % i analyseperioden, i tillegg til en gearingfordel på 12,5 %. Dette bidrar til økning av den strategiske eierfordelen på totalt 18,8 %.

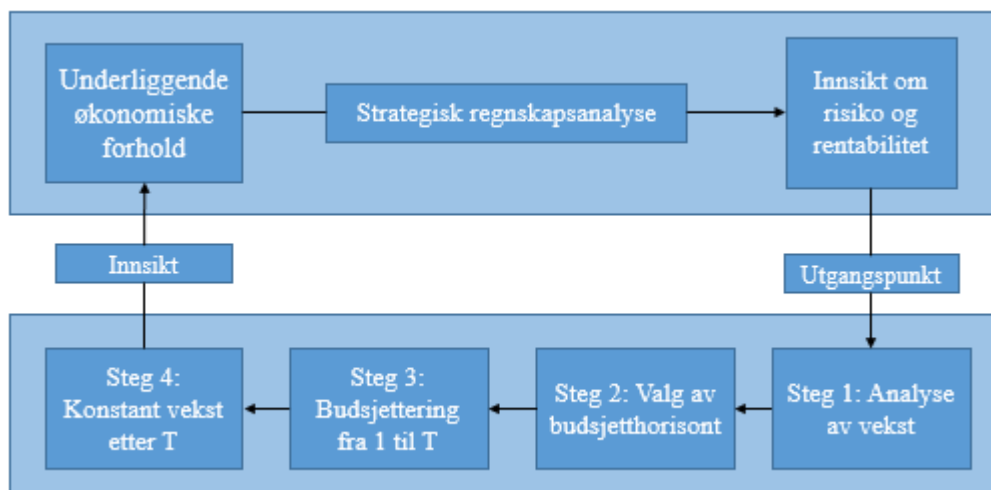
Innsikt fra analysene vil videre bli benyttet til utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidskrav.

9. Fremtidsregnskap

For å gjennomføre den fundamentale verdsettelsen må vi foreta budsjettering og utarbeide fremtidsregnskap og -krav. Budsjetteringen bygger på den kvalitative strategiske analysen i kapittel 4, samt analyse av risiko og lønnsomhet i henholdsvis kapittel 6 og 8. I tillegg må vi analysere virksomhetens vekst, samt utarbeide fremtidskrav, jf. de historiske kravene i kapittel 7. Budsjetteringen estimeres frem til periode T, hvor det antas at bedriften oppnår «steady state»-posisjon. Fra T+1 estimeres det dermed med fast vekst.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Før videre analyser og budsjettering fremstilles rammeverket for utarbeiding av fremtidsregnskap. Rammeverket illustreres som følger (Knivsflå, 2017, F13, s. 4):



Figur 9.1 – Rammeverk for fremtidsregnskap

Utarbeidelsen deles i fire steg. Først analyseres vekst, hvor vi benytter historisk innsikt for å kunne si noe om størrelsen på virksomheten i fremtiden. Vi analyserer derfor driftsinntektsveksten (div). Videre fastsettes budsjettthorisonten T, som er det året der budsjetteringen går over til «steady state», det vil si at fra år T er budsjettdriverne konstant (Knivsflå, 2017, F13, s. 7-9).

Steg tre innebærer selve budsjetteringen fra år 1 til T, og vi vil her ha fokus på de mest kritiske postene for verdiskapning. Det vil da være naturlig å fokusere på hovedkilden til verdiskapning, som er den strategiske driftsfordelen (Penman, 2013, s. 506). Dette steget vil dermed i stor grad benytte innsikten fra lønnsomhetsanalysen fra kapittel 8. I steg fire vil vi

dermed ha oppnådd konstant vekst som vil gjelde fra T+1 til uendelig. På lang sikt, er det naturlig at budsjettdriverne vil vende tilbake til bransjegjennomsnittet (Penman, 2013, s. 507).

For å få et best mulig mål på fremtidige budsjett drivere benyttes omgrupperte og justerte regnskapstall i videre analyser (Penman, 2013, s. 417).

9.2 Vekstanalyse og valg av budsjett horisont T

Den historiske veksten i en virksomhet gir nyttig informasjon når man skal gjøre prognoser for fremtiden. Det første steget i rammeverket er dermed analyse av vekst. Dette gjøres over regnskapsanalyseperioden, og vi skiller mellom analyse av resultatvekst og kapitalvekst. Avslutningsvis fastsettes budsjett horisonten, T.

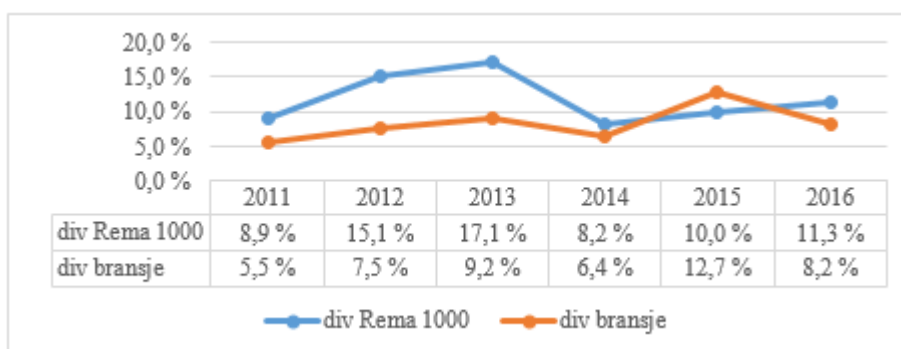
9.2.1 Resultatvekst

Driftsinntektene er den viktigste driveren til resultatvekst. Driftsinntektsveksten kan være ustabil, men som regel er resultatveksten enda mer ustabil (Knivsflå, 2017, F13, s. 43). Etersom resultatveksten drives av driftsinntektene, er driftsinntektsveksten en sentral budsjett driver ved framskriving av blant annet driftsinntekter, netto driftsresultat og netto driftseiendeler. Formelen for driftsinntektsvekst uttrykkes som følger:

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

der div = driftsinntektsvekst og DI = driftsinntekter

Den historiske utviklingen av driftsinntektsveksten til Rema 1000 og bransjen blir som følger:



Figur 9.2 – Driftsinntektsvekst

Gjennomsnittsveksten ligger på 11,8 % for Rema 1000 og 8,2 % for bransjegliennomsnittet. Rema 1000 har dermed hatt større vekst over analyseperioden. Av figuren ovenfor ser vi at det er kun ett av årene de har hatt lavere vekst enn bransjen, nemlig 2015. Rema 1000 hadde i tillegg et fall fra 2013 til 2014, og har etter dette hatt en jevnt utvikling i driftsinntektsvekst. Dette kan tyde på at Rema 1000 er på vei inn i en moden fase. Det er konsistent med vår forventning om at Rema 1000 har nærmet seg bransjen de siste årene, særlig med tanke på økt konkurranse i lavprissegmentet. Frem til 2013 har de hatt økning i driftsinntektsveksten, hvor kurven i tillegg har vært brattere enn i bransjen. Dette henger sammen med rask ekspansjon i denne perioden.

9.2.2 Kapitalvekst

Analyse av driftsinntektsveksten inngår som sagt i analyse av resultatvekst, som igjen henger sammen med rentabilitet. Rentabilitet er videre grunnlaget for kapitalvekst (Knivsflå, 2017, F13, s. 44). For å få et helhetlig bilde av veksten ser vi dermed på egenkapitalvekst, som videre har to kilder; egenkapitalrentabilitet og netto betalt utbytte. Dette gir oss følgende sammenhenger i egenkapitalvekst (Knivsflå, 2017, F13, s. 50):

$$ekv_t = \frac{EK_t - EK_{t-1}}{EK_{t-1}} = \frac{NRE_t - NBU_t}{EK_{t-1}} = (1 - eku) * ekr$$

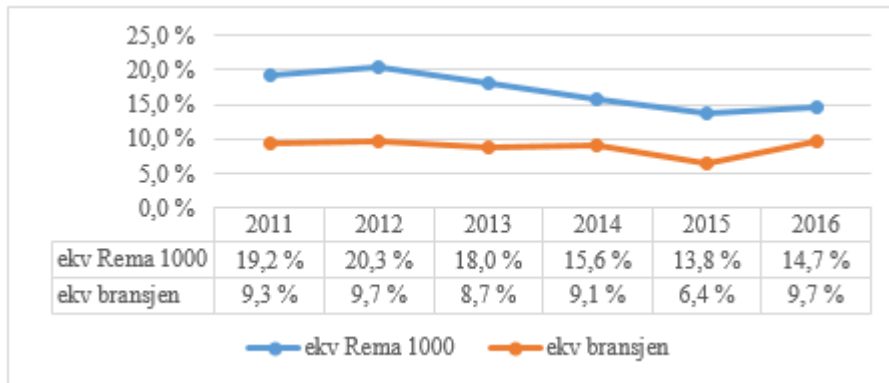
$$eku_t = \frac{NBU_t}{NRE_t}$$

der ekv =egenkapitalvekst, EK =egenkapital, NRE =nettoresultat til egenkapital, NBU =netto betalt utbytte, eku =tilbakeholdsgrad og ekr =egenkapitalrentabilitet

Som vi kan se, styres veksten av internt generert ekr , og reduseres gjennom utdeling ($eku > 0$) eller økes gjennom kapitalinnskudd ($eku < 0$) (Knivsflå, 2017, F13, s. 51). Ved beregning av egenkapitalvekst benyttes ekr fra kapittel 7, samt median til utdelingsforholdet i analyseperioden får å normalisert vekst. Det samme gjøres ved beregning av ekv bransje:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt	Bransje
ekr Rema 1000	31,7 %	33,5 %	29,6 %	25,8 %	22,7 %	24,2 %	27,9 %	13,2 %
* Median (1- eku)	0,607	0,607	0,607	0,607	0,607	0,607	0,607	0,666
= ekv Rema 1000	19,2 %	20,3 %	18,0 %	15,6 %	13,8 %	14,7 %	16,9 %	8,8 %

Tabell 9.3 – Egenkapitalvekst Rema 1000



Figur 9.4 – Egenkapitalvekst

Figur 9.4 viser utviklingen for Rema 1000 og bransjen over analyseperioden, hvor Rema 1000 har hatt et gjennomsnitt på 27,9 %. Det er dermed høyere enn gjennomsnittet til bransjen på 13,2 %. Utdelingsgraden til Rema 1000 og bransjen er på samme nivå, men Rema 1000 har relativt stor ekr i forhold til bransjen, som igjen gir høy egenkapitalvekst. Vi ser likevel at Rema 1000 nærmer seg bransjen de siste årene. I den strategiske analysen konkluderte vi med at bransjefordelen forventes fortsatt å være moderat i fremtiden, mens Rema 1000s interne ressursfordel forventes å bli mindre. Vi forventer dermed at veksten i Rema 1000 nærmer seg bransjen på kort sikt.

9.2.3 Valg av budsjetthorisont T

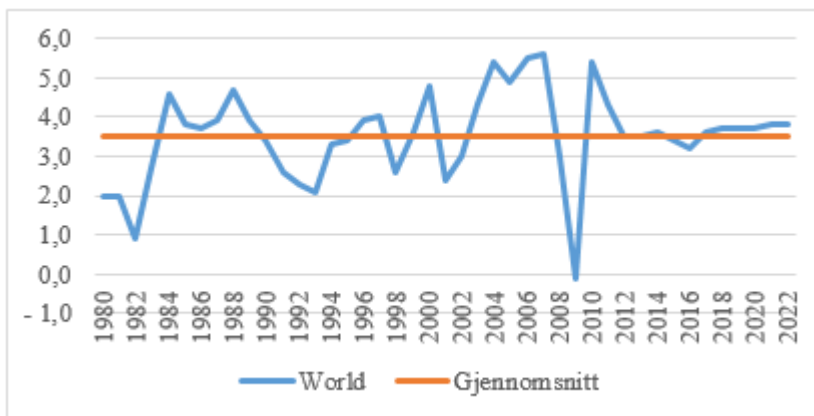
Fremtidsregnskapet består av to perioder; budsjetteringsperiode (fra 0 til år T), og periode med konstant vekst («steady state»). I budsjetteringsperioden utarbeides ulike budsjett drivere for hvert år, slik at veksten kan variere mellom årene. «Steady state» er imidlertid den perioden virksomheten går inn i en tilstand med konstant vekst, slik at hver enkelt budsjett driver vil være konstant. For å finne en passende budsjetthorisont, vurderes historisk vekst og øvrige bransjeforhold.

Koller (2010) påpeker at en syklisk bransje med høy vekstpotensial bør ha en lengre budsjetthorisont enn bransjer med lav vekst (Koller, 2010, s. 221). Dagligvarebransjen har hatt høy vekst gjennom analyseperioden. Dette tyder på at de fortsatt kan ha høyt vekstpotensial, og vi må dermed budsjettere et stykke frem i tid for å nå «steady state». Vi velger dermed en langsiktig budsjetthorisont. I henhold til Knivsflå (2017) vil en passende langsiktig budsjetthorisont være mellom 10-14 år (Knivsflå, 2017, F13, s. 54). Budsjetthorisonten T settes dermed til 12 år, slik at budsjettperioden er fra 2017 til 2028. Horisontåret T er derfor

2028, og markerer overgangen til «steady state». Ettersom budsjetteringsperioden er lang, vil vi videre finne en passende vekstfaktor på lang sikt.

9.2.4 Vekst i verdensøkonomien

På lang sikt kan det ikke forventes at noen av virksomhetene vokser raskere enn økonomien samlet. Veksten forventes dermed å være tilbakevendende til gjennomsnittet («mean reversion») (Knivsflå, 2017, F13, s. 58). For å finne en rimelig og langsiktig vekstfaktor som kan vedvare, er det nødvendig å se på langsiktig vekst i verdensøkonomien.



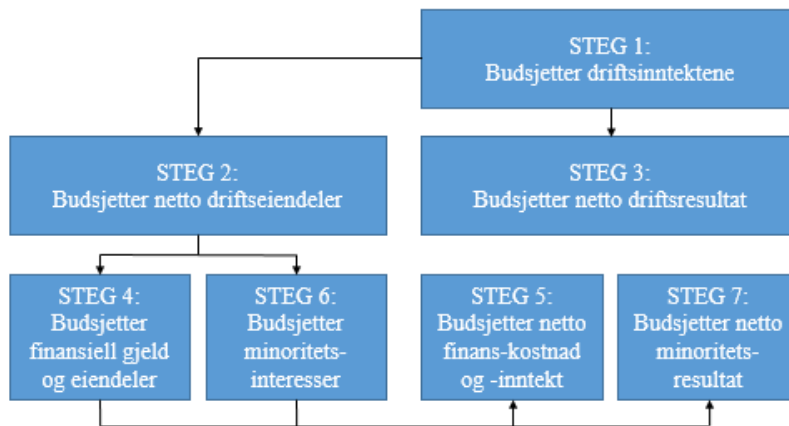
Figur 9.5 – Realvekst verdensøkonomi fra 1980-2022 (IMF, 2017)

Grafen i figur 9.5 er basert på tall fra IMF (2017), og viser realvekst i verdensøkonomien fra 1980 til dagens dato (01.11.17), samt en prognose frem til 2022. Gjennomsnittet i perioden 1980 til 2022 er ca. 3,5 %. Dette benyttes som utgangspunkt for fastsettelse av fremtidig vekst. For å finne nominell vekst på lang sikt må vi i tillegg ta hensyn til forventet inflasjon (Knivsflå, 2017, F13, s. 62). På Norges Bank (2017b) sine hjemmesider oppgis det at regjeringen har fastsatt et inflasjonsmål for pengepolitikken, som er innrettet mot at konsumprisene over tid skal vokse nær 2,5 % årlig. Det opplyses videre at det ikke er tatt hensyn til direkte effekter som skyldes endringer i rentenivå, skatter, avgifter o.a. Grunnet lavt rentenivå og lavere skatter, velger vi dermed et noe lavere nivå enn summen på $3,5 \% + 2,5 \% = 6 \%$. Langsiktig vekst settes til 5 %.

9.3 Budsjettering fra 0 til T+1

Ved budsjetteringen følger vi Knivsflå (2017) sin modell, som består av 7 steg (Knivsflå, 2017, F13, s. 55). I videre beregninger av nøkkeltall benyttes balanseposter fra inngående balanse, i motsetning til den historiske analysen hvor vi benyttet gjennomsnittlig kapital.

Fremtidsregnskapet utarbeides videre ved hjelp av budsjettdriverne som estimeres i dette kapitlet. Budsjettdriverne estimeres videre fra to hoved-budsjettpunkter, et for mellomlang og et for lang sikt. Mellom budsjettpunktene forutsettes lineær utvikling (Knivsflå, 2017, F13, s. 72). Budsjettpunktet for mellomlang sikt settes til år 2022 (M), mens budsjettpunktet for lang sikt settes til år 2028 (T). Budsjettmodellen presenteres i figur 9.6:



Figur 9.6 – Budsjetteringsmodell (Knivsflå, 2017, F13, s. 55)

9.3.1 Driftsinntekter

Steg 1 går ut på å budsjettere driftsinntektene. For å gjøre dette må vi fremskrive budsjettdriveren, som er driftsinntektsvekst (div). Utviklingen i driftsinntektene beregnes videre i henhold til følgende formel:

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

Driftsinntektsveksten (div) i det første året i budsjettperioden fastsettes indirekte gjennom framskriving av omløpet til netto driftskapital ($onde$). Vi benytter $onde$, ettersom denne er mer stabil enn div (Knivsflå, 2017, F13, s. 67). Derfor vil det være rimelig å anta at $onde$ i 2017 er lik $onde$ i 2016. På den annen side, er vi kjent med at Rema 1000 har opplevd nedgang i omsetning i 2017. Dette skyldes hovedsakelig «Bestevenn-strategien», som har ført til tap av markedsandeler. Dette er for øvrig omtalt i kapittel 4.3. I tillegg har Ole Robert Reitan snakket om denne nedgangen til Aftenposten i oktober 2017 (Aftenposten, 2017b). Det vil derfor være rimelig å budsjettere med nedgang i omsetning i 2017. Vi benytter gjennomsnittlig $onde$ for Rema 1000 i analyseperioden som grunnlag for beregning av div første år:

$$div_1 = \frac{DI_1 - DI_0}{DI_0} = \frac{(onde_1 * NDE_0) - DI_0}{DI_0} = \frac{(3,093 * 17\,200) - 53\,990}{53\,990} = -1,5 \%$$

Som vi ser resulterer dette i en negativ *driftsinntektsvekst* i første budsjettår, som vil være budsjettpunkt 1. Dette er rimelig i forhold til vår forventning. I den strategiske analysen antar vi likevel at «Bestevann-strategien» ikke nødvendigvis vil være en ulempe i fremtiden. Budsjettpunkt 2 settes dermed til 2 %, i håp om at Rema 1000 greier å snu allerede i 2018.

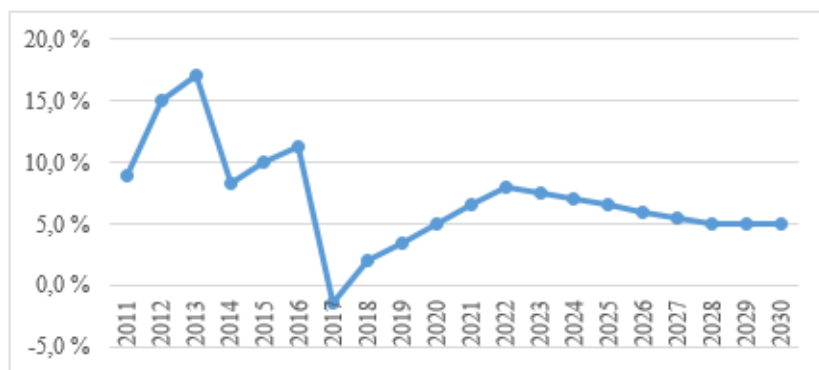
På mellomlang sikt kan imidlertid mye skje, noe som vil medføre større usikkerhet relatert til budsjettpunkt M. Vi har nevnt i kapittel 4.3.1 at til tross for negativ omtale, mener vi likevel at «Bestevann-strategien» kan medføre positive virkninger i fremtiden. Som den minste aktøren, er Rema 1000 avhengig av gode innkjøpsavtaler for å oppnå like gode betingelser som sine større konkurrenter. Selv om virkningen av strategien er usikker, mener vi likevel at den kan gi fordeler på mellomlang sikt, jf. kapittel 4.3.1. Vi budsjetterer derfor med en vekst på 8 % i budsjettpunkt M. Dette er for øvrig tilnærmet bransjesnittet for div over analyseperioden. En vekst på 8 % kan virke noe høy. Vi vil derfor analysere rimeligheten av dette, se tabell 9.10.

Først beregnes driftsinntektene til Rema 1000 over budsjetteringsperioden. Budsjettpunkt T (lang sikt) settes til 5 %, som omtalt i kapittel 9.2.4.

Budsjettpunkt	Årstall	div
Budsjettpunkt 1	2017	-1,5 %
Budsjettpunkt 2	2018	2,0 %
Budsjettpunkt M	2022	8,0 %
Budsjettpunkt T	2028	5,0 %

Tabell 9.7 – Budsjettpunkt div

Fremtidig driftsinntektsvekst vil dermed se slik ut for Rema 1000:



Figur 9.8 – Fremskrevet driftsinntektsvekst

Som vi ser i tabell 9.8, vil Rema 1000 ha økning i *div*, fra -1,5 % i 2017 til 8 % i 2022. Etter 2022 reduseres *div* mot den langsiktige veksten på 5 %, som nås i 2028. Dette estimatet gir følgende verdi på driftsinntektene over budsjetteringsperioden:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<i>div</i>	-1,5 %	2,0 %	3,5 %	5,0 %	6,5 %	8,0 %	7,5 %	7,0 %	6,5 %	6,0 %	5,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Driftsinntekter	53 201	54 265	56 164	58 972	62 805	67 830	72 917	78 021	83 093	88 078	92 923	97 569	102 447	107 569

Tabell 9.9 – Fremskrevet driftsinntekt

Videre vil vi vurdere rimeligheten av budsjetteringen. Ved å fremskrive driftsinntektene totalt for bransjen, kan vi illustrere hvor stor markedsandel Rema 1000 vil ha med de valgte budsjettpunktene. *Div* i bransjen var 8,2 % i 2016. Vi budsjetterer med jevn reduksjon mot 5 % i år T, og dermed konstant vekst på 5 % i T+1 og T+2. Videre regner vi ut driftsinntekter i bransjen og ser hvor stor andel Rema 1000 har i markedet med beregningene fra tabell 9.9. Se tabell 9.10:

Budsjettpunkt	1			2			3		
År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter Rema 1000	29 719	34 292	40 132	43 386	47 911	53 175	53 201	54 265	56 164
Driftsinntekter bransjen	118 915	127 863	139 585	148 551	167 394	181 111	195 567	210 656	226 346
Andel	25 %	27 %	29 %	29 %	29 %	29 %	27 %	26 %	25 %

4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
58 972	62 805	67 830	72 917	78 021	83 093	88 078	92 923	97 569	102 447	107 569
242 602	259 379	276 624	294 278	312 274	330 537	348 988	367 537	385 914	405 210	425 470
24 %	24 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %

Tabell 9.10 – Fremskrevet driftsinntekt bransjen og Rema 1000

Som forventet får vi en nedgang i markedsandeler i 2017, fra 29 % til 27 %. Markedsandelen fortsetter videre å synke frem til budsjettpunkt M, hvor andelen øker med 1 %. Rema 1000 vil da ha en markedsandel på 25 %, som beholdes ut budsjetteringsperioden. Til tross for den relativt høye veksten i budsjettpunkt M, ser vi av analysen at dette likevel gir en rimelig markedsandel. Sammenlignet med markedsandelen i dag på 29 %, kan andelen på 25 % virke noe lav. Dette henger sammen med Rema 1000 sin størrelse i forhold til konkurrentene. Som den minste aktøren vil det være vanskelig å kapre markedsandeler i et marked med høy intern konkurranse. Vi anser derfor budsjetteringen som rimelig, og resultatene fra tabell 9.9 beholdes.

9.3.2 Netto driftseiendeler

Det neste steget er å budsjettere netto driftseiendeler. Vi benytter her *onde* som budsjettdriver (Penman, 2013, s. 522). Formel for framskrivning uttrykkes som følger:

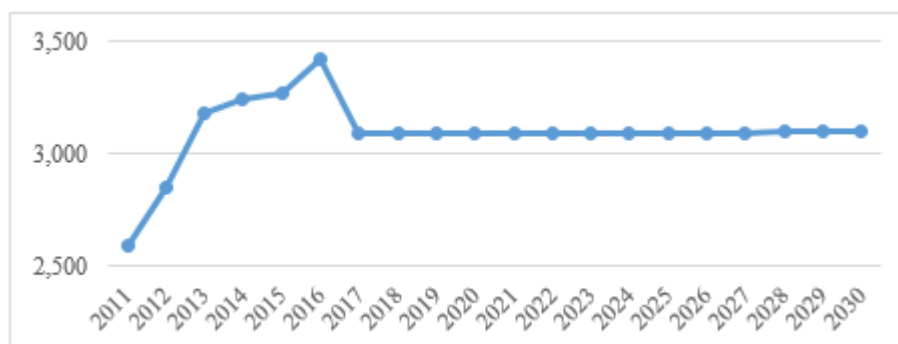
$$NDE_{t-1} = \frac{DI_t}{onde_t} \quad onde_t = \frac{DI_t}{NDE_{t-1}}$$

Onde 2017 settes som nevnt til gjennomsnittet for analyseperioden, 3,093. På lang sikt kan det forventes at *onde* konvergerer mot bransjegjennomsnittet i analyseperioden. Videre er *onde* antatt å være et relativt stabilt nøkkeltall. Bransjen har hatt økende *onde* gjennom hele analyseperioden. Vi anser derfor at *onde* på lang sikt i bransjen vil være mer lik *onde* 2016 på 3,096 enn bransjegjennomsnittet på 2,722. Det er også tegn på at bransjen og Rema 1000 konvergerer mot hverandre, noe som underbygger denne antagelsen. Ettersom Rema 1000 driver i lavprissegmentet, vil det heller ikke forventes at *onde* skal reduseres vesentlig. Langsiktig *onde* settes dermed til 3,096. Videre forventes det lineær utvikling for Rema 1000 i budsjettperioden, det vil si stabil *onde*. Dette gir følgende budsjettpunkter:

Budsjettpunkt	Årstall	onde
Budsjettpunkt 1	2017	3,093
Budsjettpunkt 2	2018	3,093
Budsjettpunkt M	2022	3,094
Budsjettpunkt T	2028	3,096

Tabell 9.11 – Budsjettpunkt *onde*

Utviklingen i *onde* over analyseperioden og i budsjettperioden ser dermed slik ut:



Figur 9.12 – Fremskrevet *onde*

Dette gir følgende beregning av netto driftseiendeler:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
DI (t+1)	53 201	54 265	56 164	58 972	62 805	67 830	72 917	78 021	83 093	88 078	92 923	97 569	102 447	107 569
/ onde (t+1)	3,093	3,093	3,094	3,094	3,094	3,094	3,095	3,095	3,095	3,096	3,096	3,096	3,096	3,096
= NDE (t)	17 542	18 155	19 061	20 298	21 920	23 562	25 209	26 845	28 453	30 016	31 514	33 090	34 745	36 482

Tabell 9.13 – Fremskrevet netto driftseiendeler

Som vi kan se av tabell 9.13, øker netto driftseiendeler jevnt over budsjettperioden. Hovedårsaken er økningen i driftsinntektene da *onde* holder seg stabil i perioden.

9.3.3 Netto driftsresultat

I steg 3 skal vi fremskrive nettodriftsresultat (NDR) ved hjelp av netto driftsmargin (*ndm*):

$$NDR_t = ndm_t * DI_t \quad ndm_t = \frac{NDR_t}{DI_t}$$

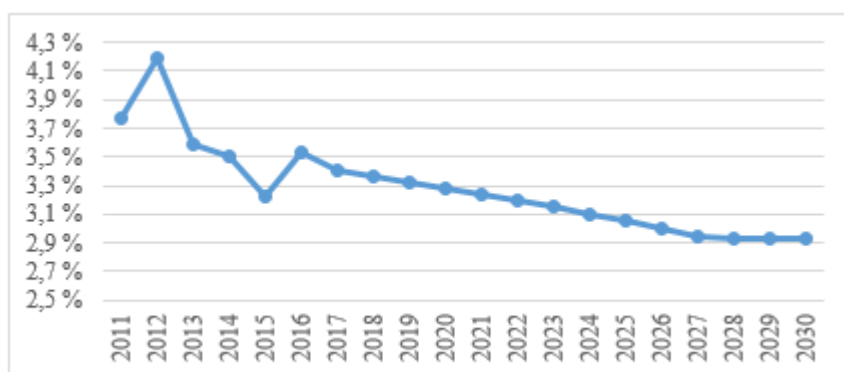
Utgangspunktet er at *ndm* konvergerer mot gjennomsnittet i bransjen i løpet av budsjetthorisonten, det vil si mot 2,9 %. Vi må likevel ta hensyn til vurderingene fra den strategiske regnskapsanalysen ved framskrivning (Knivsflå, 2017, F14, s. 17). Rema 1000 har hatt en marginfordel gjennom hele analyseperioden, hvor *ndm* har vært relativt stabil. Vi viser her til kapittel 8.2.2. Vi forventer likevel noe press på marginer i bransjen. I den strategiske analysen i kapittel 4 konkluderte vi derfor med at vi forventer at den interne ressursfordelen vil reduseres på lang sikt. Videre påpekes det at vi tidligere har konkludert med at *ndm* er overvurdert, hovedsakelig grunnet manglende justering av driftsinntekter. Det vil dermed være naturlig å anta at *ndm* vil konvergere mot bransjegjennomsnittet, forutsatt at bransjen er i «steady state». Til tross for at bransjen ikke nødvendigvis er i «steady state» i 2016, er 2,9 % margin såpass lavt at det vil være naturlig å anta at både bransjen og Rema 1000 holder dette nivået på lang sikt. Budsjettpunkt T settes dermed til 2,9 %.

Ettersom vi har budsjettert med nedgang i omsetning i år 1, forventes det også at marginen faller. Begrunnelsen for dette, er at vi antar at Rema 1000 prøver å gjenvinne markedsandeler etter dårlige tider. Vi forventer derfor at det har blitt iverksatt tiltak som har ført til press på marginer. *Ndm* i 2017 settes til 3,4 %, som er 0,1 % nedgang fra 2016. Ettersom vi forventer inntektsvekst i budsjettpunkt M, forventes det ytterligere press på marginene. Budsjettpunkt M settes derfor til 3,2 %, som tilsvarer Rema 1000 sin laveste historiske *ndm*. Budsjettpunkt

T settes, som nevnt ovenfor, til 2,9 %. Mellom punktene forutsettes lineær utvikling. Utvikling i *ndm* presenteres i figur 9.15:

Budsjettpunkt	Årstall	ndm
Budsjettpunkt 1	2017	3,4 %
Budsjettpunkt 2	2018	3,4 %
Budsjettpunkt M	2022	3,2 %
Budsjettpunkt T	2028	2,9 %

Tabell 9.14 – Budsjettpunkt *ndm*



Figur 9.15 – Fremskrevet *ndm*

I tabellen under har vi beregnet *ndm* ut i fra budsjettpunktene og netto driftsresultat:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
DI	53 201	54 265	56 164	58 972	62 805	67 830	72 917	78 021	83 093	88 078	92 923	97 569	102 447	107 569
* <i>ndm</i>	3,4 %	3,4 %	3,3 %	3,3 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,1 %	3,1 %	3,0 %	3,0 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %
=NDR	1 809	1 823	1 865	1 934	2 035	2 171	2 297	2 419	2 534	2 642	2 741	2 858	3 001	3 151

Tabell 9.16 – Fremskrevet netto driftsresultat

9.3.4 Finansiell gjeld og finansielle eiendeler

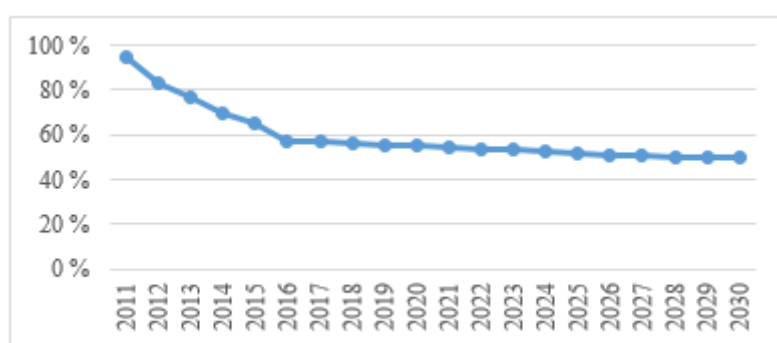
Det neste steget er å budsjettere *netto finansiell gjeld*. Vi ser her på finansiell gjeld og finansielle eiendeler separat.

Budsjettdriveren til *finansiell gjeld* er finansiell gjeldsdel (*fgd*). Formelen for framskrivning er som følger (Knivsflå, 2017, F14, s. 27):

$$FG_t = fgd_t * NDE_t$$

Kapitalstrukturen, og dermed netto finansiell gjeld, er rimelig stabil over tid. Vi benytter enkel budsjettering, hvor vi forutsetter at netto finansiell gjeldsdel (*nfgd*) konvergerer mot en optimal

nfgd fra 2017 til 2028. Et mål på optimal *nfgd* er bransjesnittet eller gjennomsnittet til virksomheten (Knivslå, 2017, F14, s. 28). Vi benytter samme forutsetning ved fastsetting av *fgd*. Bransjegjennomsnittet over analyseperioden er 61,4 % og for Rema 1000 er gjennomsnittet 74,4 %. Typisk *fgd* på Oslo Børs er 50 %. Denne er imidlertid ofte høyere for selskaper som ikke er børsnotert (Knivslå, 2017, F14, s. 30). I 2016 hadde Rema 1000 en *fgd* på 57,5 %. Som tidligere nevnt, er et av målene til Rema 1000 å være gjeldfri. I tillegg har finansiell gjeld økt vesentlig grunnet justeringene foretatt i kapittel 5.4. Det vil dermed ikke forventes at *fgd* vil øke vesentlig gjennom perioden. *Fgd* settes derfor til 50 % i budsjettpunkt T. Videre forutsettes det en lineær utvikling. Se utvikling i figur 9.17:

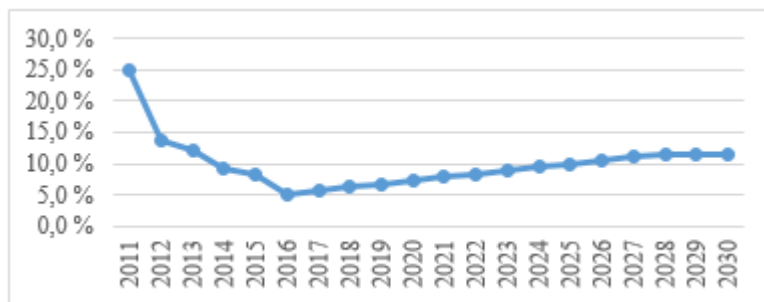


Figur 9.17 – Fremskrevet *fgd*

Videre budsjetteres *finansielle eiendeler*, hvor budsjettdriveren er finansiell eiendelsdel (*fed*). Formelen for framskrivning er som følger (Knivslå, 2017, F14, s. 27):

$$FE_t = fed_t * NDE_t$$

Budsjettering av *fed* gjøres på samme måte som for *fgd*. Den forutsettes altså å konvergere mot en optimal *fed*. Bransjegjennomsnittet er 10,8 %, mens gjennomsnittet for Rema 1000 er 12,2 %. I henhold til Knivslå (2017) er typisk *fed* 20 % (Knivslå, 2017, F14, s. 34). Dette anses å være noe høyt sammenlignet med gjennomsnittet for bransjen og Rema 1000. Vi benytter derfor et mellomtall mellom de to gjennomsnittene, som gir en *fed* på 11,5 %. Se utviklingen i figur 9.18:



Figur 9.18 – Fremskrevet fed

Netto finansiell gjeld oppsummeres avslutningsvis som nettobeløpet mellom finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Se oppsummering i tabell 9.19:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
NDE	17 542	18 155	19 061	20 298	21 920	23 562	25 209	26 845	28 453	30 016	31 514	33 090	34 745	36 482
* fgd	56,9 %	56,3 %	55,6 %	55,0 %	54,4 %	53,8 %	53,1 %	52,5 %	51,9 %	51,3 %	50,6 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %
= FG	9 978	10 213	10 604	11 165	11 920	12 666	13 394	14 095	14 762	15 385	15 956	16 545	17 372	18 241
NDE	17 542	18 155	19 061	20 298	21 920	23 562	25 209	26 845	28 453	30 016	31 514	33 090	34 745	36 482
* fed	5,7 %	6,2 %	6,7 %	7,3 %	7,8 %	8,3 %	8,9 %	9,4 %	9,9 %	10,5 %	11,0 %	11,5 %	11,5 %	11,5 %
= FE	992	1 124	1 281	1 473	1 707	1 961	2 232	2 520	2 823	3 138	3 463	3 805	3 996	4 195
NFG = FG-FE	8 986	9 090	9 322	9 692	10 213	10 705	11 161	11 575	11 939	12 247	12 493	12 740	13 377	14 046

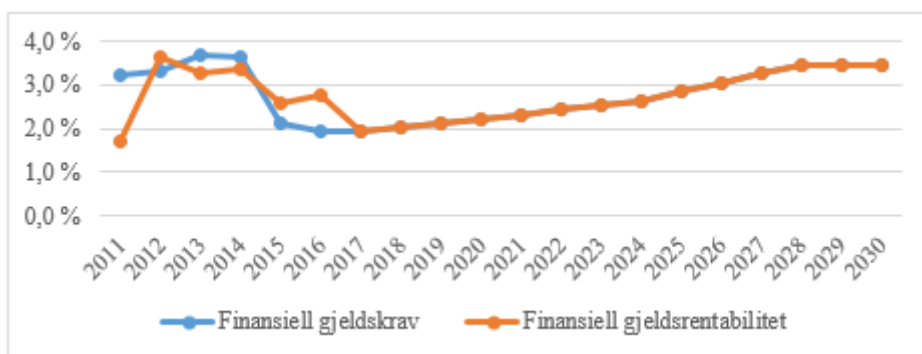
Tabell 9.19 – Fremskrevet netto finansiell gjeld

9.3.5 Netto finanskostnad og netto finansinntekt

For å fremskrive netto finanskostnad (*NFK*) og netto finansinntekt (*NFI*), benyttes budsjettdriverne finansiell gjeldsrente (*fgr*) og finansiell eiendelsrentabilitet (*fer*). Formelen for framskrivning av netto finanskostnad uttrykkes som følger:

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

I kapittel 8.3.1 fant vi at Rema 1000 i 2016 hadde en marginal finansiell gjeldsrenteulemp på -0,8 % (gjennomsnittlig fordel på 0,2 % over analyseperioden). Dette kan tyde på at den balanseførte verdien er noe undervurdert, men ikke i vesentlig grad. Finansiell gjeldsrenteulemp er nær null, og vi forutsetter dermed at rentabiliteten vil konvergere mot kravet (jf. kapittel 10.2.1) i fremtiden. Dette underbygges av en forutsetning om et effektivt kapitalmarked og at netto finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdi (Knivsflå, 2017, F14, s. 40). Denne forutsetningen anses å være passende for Rema 1000. Framskrivning av *fgr* er illustrert i figur 9.20:

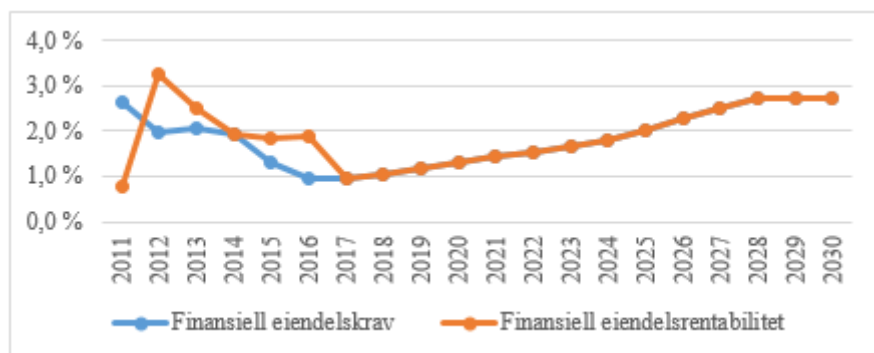


Figur 9.20 – Fremskrevet finansiell gjeldsrente

Ved framskrivning av netto finansinntekt benyttes følgende formel:

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

I kapittel 8.3.1 fant vi at Rema 1000 i 2016 hadde en marginal finansiell eiendelsrentabilitetsfordel på 0,9 % (gjennomsnittlig fordel på 0,2 %). Vi ser at også denne er tilnærmet null. Vi benytter dermed samme forutsetning som ved beregning av *fgr*, hvor *fer* settes lik kravet (jf. kapittel 10.2.2). Budsjettering er illustrert i figur 9.21:



Figur 9.21 – Fremskrevet finansiell eiendelsrente

Oppsummert beregnes netto finanskostnad og netto finansinntekt i tabell 9.22:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
FG t-1	9 891	9 978	10 213	10 604	11 165	11 920	12 666	13 394	14 095	14 762	15 385	15 956	16 545	17 372
* fgr	1,9 %	2,0 %	2,1 %	2,2 %	2,3 %	2,4 %	2,5 %	2,6 %	2,8 %	3,1 %	3,3 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %
= NFK	191	201	216	236	259	289	320	353	401	451	503	555	576	604
FE t-1	881	992	1 124	1 281	1 473	1 707	1 961	2 232	2 520	2 823	3 138	3 463	3 805	3 996
* fer	0,9 %	1,1 %	1,2 %	1,3 %	1,4 %	1,6 %	1,7 %	1,8 %	2,0 %	2,3 %	2,5 %	2,7 %	2,7 %	2,7 %
= NFI	8	10	13	17	21	26	33	40	51	64	79	95	104	109
NFK-NFI	183	191	203	219	238	263	288	312	350	387	424	460	472	495

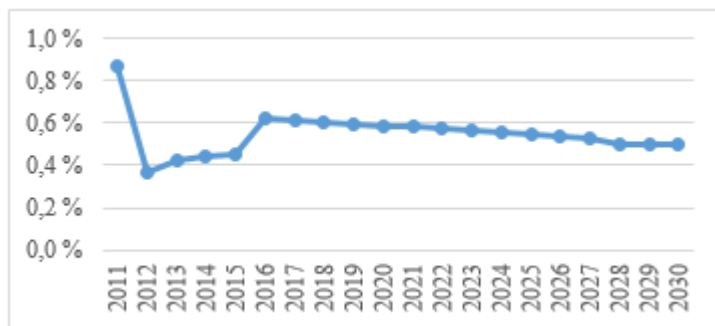
Tabell 9.22 – Fremskrevet nettofinanskostnad og netto finansinntekt

9.3.6 Minoritetsinteresse

I steg 6 fremskrives minoritetsinteresser (*MIN*). Budsjettdriveren er minoritetsdel (*mid*):

$$MIN_t = mid_t * NDE_t$$

Frengangsmåten er lik som for finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Posten konvergeres dermed mot en optimal *mid*. Gjennomsnittlig minoritetsdel er 0,6 % for bransjen og 0,5 % for Rema 1000. Disse er dermed tilnærmet lik. Det forutsettes videre at datterselskapene er lønnsomme, og at det dermed ikke vil være ønskelig å øke minoritetsinteressene. *Mid* settes dermed til 0,5 % i periode T. Dette gir følgende utvikling:



Figur 9.23 – Fremskrevet *mid*

Fremskrevet minoritetsinteresser følger i tabellen under:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
NDE	17 542	18 155	19 061	20 298	21 920	23 562	25 209	26 845	28 453	30 016	31 514	33 090	34 745	36 482
* <i>mid</i>	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
= MIN	108	110	114	120	127	135	142	149	156	162	167	165	174	182

Tabell 9.24 – Fremskrevet minoritetsinteresser

9.3.7 Netto minoritetsresultat

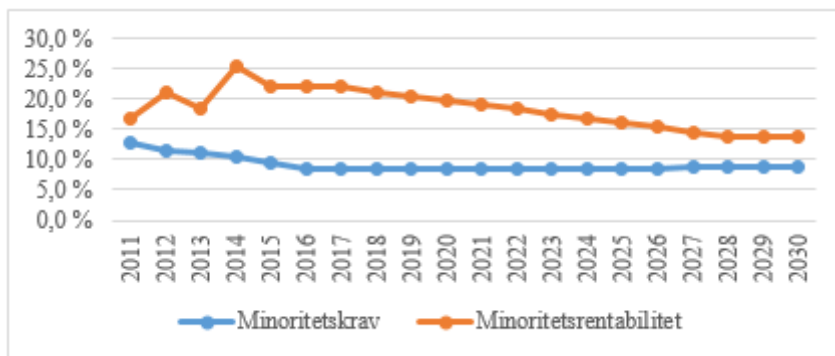
Avslutningsvis fremskrives netto minoritetsresultat (*NMR*), hvor budsjettdriveren er netto minoritetsrentabilitet (*mir*):

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

En forutsetning er å sette *mir* lik kravet. Dette vil medføre at majoriteten er i stand til å «skvise» minoriteten, eller at minoritetsinteressene er balanseført til virkelig verdi (Knivsflå, 2017, F14, s. 56). I kapittel 8.3.4 ble det beregnet en minoritetsrentabilitetsulempe på 13,4 %

(gjennomsnitt 10,4 %), noe som indikerer at minoriteten historisk har vært noe undervurdert og at det eksisterer en strategisk fordel til minoriteten. Dette tyder på at en forutsetning om at *mir*=kravet ikke stemmer med underliggende situasjon. Vi må dermed fremskrive med en strategisk fordel til minoritet, noe som også vil medføre at virkelig verdi av minoritetsinteressene må verdsettes separat.

Ettersom minoriteten har hatt en relativt høy fordel over analyseperioden, har vi valgt å sette en vedvarende strategisk fordel på budsjetthorisonten basert på skjønn. Denne settes til 5 %. Det forventes videre at majoriteten har et ønske om å presse fordelene til et lavere nivå på sikt. Vi forventer dermed ikke at minoritetens fordel vil forsvinne helt. Dette gir en vedvarende *mir* på 13,8 %, som dagens *mir* vil konvergere mot. Utviklingen i *mir* er illustrert i figur 9.25. Kravene er estimert i kapittel 10.1.5.



Figur 9.25 – Strategisk fordel minoritet

Dette gir følgende beregning av netto minoritetsresultat:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
MI t-1	107	108	110	114	120	127	135	142	149	156	162	167	165	174
* <i>mir</i>	22,0 %	21,3 %	20,5 %	19,8 %	19,0 %	18,3 %	17,5 %	16,8 %	16,0 %	15,3 %	14,5 %	13,8 %	13,8 %	13,8 %
=NMR	24	23	23	22	23	23	24	24	24	24	24	23	23	24

Tabell 9.26 – Fremskrevet minoritetsresultat

9.4 Fremtidsregnskap og fri kontantstrøm

Med utgangspunkt i beregningene foretatt i de foregående delkapitlene, utarbeides det videre et fullstendig fremtidsregnskap for Rema 1000. Sammen med fremtidskravene som beregnes i kapittel 10, danner fremtidsregnskapet grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11.

9.4.1 Fremtidsresultat

Ved utarbeidelse av fremtidsresultat blir både nettoresultat til egenkapital og netto betalt utbytte fastsatt residualt. Tabell 9.27 viser fremtidig resultatregnskap i budsjettperioden for Rema 1000:

Budsjettpunkt	0	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
DI Driftsinntekter	53 990	53 201	54 265	56 164	58 972	62 805	67 830	72 917	78 021	83 093	88 078	92 923	97 569	102 447	107 569
NDR Netto driftsresultat	1 905	1 809	1 823	1 865	1 934	2 035	2 171	2 297	2 419	2 534	2 642	2 741	2 858	3 001	3 151
+NFI Netto finansinntekt	21	8	10	13	17	21	26	33	40	51	64	79	95	104	109
=NRS Nettoresultat til sysselsatt kap	1 926	1 817	1 834	1 878	1 951	2 056	2 197	2 330	2 459	2 586	2 706	2 820	2 952	3 105	3 260
-NFK Netto finanskostnad	279	191	201	216	236	259	289	320	353	401	451	503	555	576	604
-NMR Netto minoritetsresultat	18	24	23	23	22	23	23	24	24	24	24	24	23	23	24
=NRE Nettoresultat til egenkapital	1 630	1 603	1 610	1 639	1 693	1 774	1 885	1 986	2 082	2 161	2 232	2 294	2 374	2 506	2 631
+UNDR Unormalt netto driftsresultat	-47	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+UNFR Unormalt netto finansresultat	13	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-UNMR Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
=FNR Fullstendig nettoresultat	1 596	1 603	1 610	1 639	1 693	1 774	1 885	1 986	2 082	2 161	2 232	2 294	2 374	2 506	2 631
-NBU Netto betalt utbytte	506	1 237	1 103	970	831	680	742	802	867	923	983	1 047	1 043	1 497	1 572
=ΔEK Endring egenkapital	1 090	366	507	669	862	1 094	1 142	1 183	1 216	1 238	1 248	1 247	1 331	1 009	1 060

Tabell 9.27 – Fremtidsresultat

9.4.2 Fremtidsbalanse

Ved utarbeidelse av fremtidsbalansen fastsettes egenkapitalen residualt. Tabellene under viser fremtidig balanse i budsjettperioden for Rema 1000. Tabell 9.28 viser fremtidsbalansen i form av netto driftskapital og tabell 9.29 viser fremtidig balanse i form av sysselsatt kapital.

Budsjettpunkt	0	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
NDE Netto driftseiendeler	17 200	17 542	18 155	19 061	20 298	21 920	23 562	25 209	26 845	28 453	30 016	31 514	33 090	34 745	36 482
EK Egenkapital	8 083	8 449	8 955	9 625	10 486	11 580	12 722	13 906	15 121	16 359	17 607	18 854	20 185	21 194	22 254
MIN Ikke-kontrollerende eierinteresser	107	108	110	114	120	127	135	142	149	156	162	167	165	174	182
NFG Netto finansiell gjeld	9 010	8 986	9 090	9 322	9 692	10 213	10 705	11 161	11 575	11 939	12 247	12 493	12 740	13 377	14 046
NDK Netto driftskapital	17 200	17 542	18 155	19 061	20 298	21 920	23 562	25 209	26 845	28 453	30 016	31 514	33 090	34 745	36 482

Tabell 9.28 – Fremtidsbalanse i form av netto driftskapital

Budsjettpunkt	0	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
NDE Netto driftsrelaterede eiendeler	17 200	17 542	18 155	19 061	20 298	21 920	23 562	25 209	26 845	28 453	30 016	31 514	33 090	34 745	36 482
FE Finansielle eiendeler	881	992	1 124	1 281	1 473	1 707	1 961	2 232	2 520	2 823	3 138	3 463	3 805	3 996	4 195
SSE Sysselsatte eiendeler	18 081	18 535	19 278	20 342	21 771	23 627	25 523	27 441	29 366	31 277	33 154	34 977	36 896	38 740	40 677
EK Egenkapital	8 083	8 449	8 955	9 625	10 486	11 580	12 722	13 906	15 121	16 359	17 607	18 854	20 185	21 194	22 254
MIN Ikke-kontrollerende eierinteresser	107	108	110	114	120	127	135	142	149	156	162	167	165	174	182
FG Finansiell gjeld	9 891	9 978	10 213	10 604	11 165	11 920	12 666	13 394	14 095	14 762	15 385	15 956	16 545	17 372	18 241
SSK Sysselsatt kapital	18 081	18 535	19 278	20 342	21 771	23 627	25 523	27 441	29 366	31 277	33 154	34 977	36 896	38 740	40 677

Tabell 9.29 – Fremtidsbalanse i form av sysselsatt kapital

9.4.3 Fremtidig fri kontantstrøm

Fremtidig fri kontantstrøm utarbeides med utgangspunkt i det fremtidige resultatregnskapet og den fremtidige balansen. Fri kontantstrøm til egenkapital er lik netto betalt utbytte. I tabell 9.30 fremstilles oppstilling over fri kontantstrøm, hvor både drift, sysselsatt kapital og egenkapital presenteres:

Alle tall i NOK mill.		0	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
Kontantstrømpoppstilling		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
NDR	Netto driftsresultat	1 905	1 809	1 823	1 865	1 934	2 035	2 171	2 297	2 419	2 534	2 642	2 741	2 858	3 001	3 151
+UNDR	Unormalt netto driftsresultat	-47	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-ΔNDE	Endring netto driftseiendeler	910	342	612	906	1 237	1 622	1 642	1 647	1 636	1 608	1 562	1 499	1 576	1 655	1 737
=FKD	= Fri kontantstrøm drift	948	1 466	1 211	959	697	413	529	650	782	926	1 080	1 243	1 282	1 346	1 413
+NFI	+ Netto finansinntekter	21	8	10	13	17	21	26	33	40	51	64	79	95	104	109
+UNFR	+ Unormalt netto finansresultat	13	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-ΔFE	- Endring finansielle eiendeler	-446	111	131	158	191	235	254	272	288	303	315	325	342	190	200
=FKS	= Fri kontantstrøm sysselsatt kapital	1 429	1 364	1 090	814	522	199	302	411	535	675	829	996	1 034	1 260	1 323
-NFK	- Netto finanskostnad	279	191	201	216	236	259	289	320	353	401	451	503	555	576	604
+ΔFG	+ Endring finansiell gjeld	-659	87	235	391	561	755	746	728	702	667	623	571	589	827	869
-NMR	+ Netto minoritetsresultat	18	24	23	23	22	23	23	24	24	24	24	24	23	23	24
-UNMR	+ Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ΔMI	+ Endring minoritetsinteresser	33	1	2	4	6	8	8	7	7	7	6	5	-2	8	9
=FKE/ NBU	= Fri kontantstrøm egenkapital/ Netto betalt utbytte	506	1 237	1 103	970	831	680	742	802	867	923	983	1 047	1 043	1 497	1 572

Tabell 9.30 – Fremtidig fri kontantstrøm

10. Fremtidskrav og strategisk fordel

I dette kapitlet beregnes fremtidskrav. Disse benyttes hovedsakelig som diskonteringsrente for å beregne nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. I kapittel 7 ble de historiske avkastningskravene estimert. Det foreligger dermed likheter mellom kapittel 7 og kapittel 10. Fremgangsmåtene og teoriene benyttet i kapittel 7 benyttes derfor også i de kommende beregningene.

Videre bemerkes det at kravene i dette kapitlet er basert på budsjetterte vekter fra kapittel 9. Disse vil bli konvergent til verdibaserte krav i kapittel 11, slik at det endelige verdiestimatet er basert på verdibaserte vekter (Knivsflå, 2017, F15, s. 14). I tillegg er vektene basert på inngående balanse, noe som gjør at krav som er basert på vekter ikke er konstant før i år T+1.

I de kommende delkapitlene vil vi nå estimere de ulike fremtidskravene, før vi avslutningsvis gjennomfører en analyse av fremtidig superrentabilitet.

10.1 Avkastningskrav til egenkapital og minoritet

Kravet til egenkapital estimeres ved hjelp av CAPM, tillagt en illikviditetspremie. Se kapittel 7 for nærmere beskrivelse av CAPM. Vi vil i det kommende gjennomgå de ulike komponentene i modellen for budsjetteringsperioden.

10.1.1 Risikofri rente

Det antas at den risikofrie renten er tilbakevendende til gjennomsnittet ved framskrivning. Den lave renten i dag forventes derfor å gradvis reversere mot en «normalrente» i perioden med konstant vekst (Knivsflå, 2017, F15, s. 23). Vi må da ha et estimat på en normal langsiktig rente, og vi benytter Knivsflå (2017) sin forutsetning (Knivsflå, 2017, F15, s. 25). Estimateret beregnes dermed i henhold til følgende formel:

$$\text{Normal rente} = \frac{3}{4} * \text{Gjennomsnittlig månedlig Nibor} + \frac{1}{4} * \text{Statsobligasjonsrente i dag}$$

hvor gjennomsnittlig Nibor er fra år 1996-2016 og statsobligasjonsrenten er fra 10.11.2017.

Gjennomsnittlig månedlig Nibor utgjør 3,8 % (Knivsflå, 2017, F15, s. 25) og statsobligasjonsrenten utgjør 1,6 % (Norges Bank, 2017c). Dette gir et langsiktig estimat på

3,3 %, som vil være normalrentesatsen i år T. Det forutsettes videre at renten øker svakt på kort sikt, og litt mer på mellomlang sikt. Vi forutsetter derfor at renten i 2017 er lik 2016, og at den i 2018 øker med 0,1 %. Videre forutsettes det lineær utvikling frem til år 2024, hvor renten settes til det historiske gjennomsnittet på 2,2 %, jf. kapittel 7.2.1. Lineær utvikling forutsettes videre fram til år T, hvor renten settes lik estimatet på 3,3 %.

Avslutningsvis trekker vi fra en kredittrisikopremie, som holdes konstant og lik som ved beregning av historisk rente. Vi må også ta hensyn til skatt, som i 2017 er 24 %. Denne forutsettes å være 23 % i resten av budsjetteringsperioden. Resultatet er presentert i tabell 10.1:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Normalrente	1,3 %	1,4 %	1,5 %	1,7 %	1,8 %	1,9 %	2,1 %	2,2 %	2,5 %	2,8 %	3,0 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %
- Kredittrisikopremie	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %
= Risikofri rente før skatt	0,7 %	0,8 %	0,9 %	1,1 %	1,2 %	1,3 %	1,5 %	1,6 %	1,9 %	2,2 %	2,4 %	2,7 %	2,7 %	2,7 %
* (1-skatt)	0,76	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77
= Risikofri rente etter skatt	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,8 %	0,9 %	1,0 %	1,1 %	1,2 %	1,4 %	1,7 %	1,9 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %

Tabell 10.1 – Fremskrevet risikofri rente

10.1.2 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen er som nevnt i kapittel 7 ikke-konstant og må derfor estimeres for hvert år i budsjetteringsperioden. Netto driftsbeta er for øvrig konstant i henhold til Miller-Modigliani sin proposisjon 1, jf. kapittel 7.4. Netto driftsbeta ble her estimert til 0,62 og beholdes videre. Videre benyttes årlig estimert netto finansiell gjeldsbeta, som beregnes i kapittel 10.2.4. Fremgangsmåten for beregning av egenkapitalbeta er tilsvarende som i kapittel 7, og vi benytter budsjetterte vektorer fra kapittel 9 ved beregning. Dette gir følgende estimat på egenkapitalbeta:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalbeta	1,21	1,18	1,16	1,13	1,11	1,09	1,06	1,04	1,02	1,00	0,99	0,97	0,97	0,97
* EK/NDK	0,48	0,49	0,50	0,52	0,53	0,54	0,55	0,56	0,57	0,59	0,60	0,61	0,61	0,61
+ Egenkapitalbeta	1,21	1,18	1,16	1,13	1,11	1,09	1,06	1,04	1,02	1,00	0,99	0,97	0,97	0,97
* MI/NDK	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	0,01
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
* NFG/NDK	0,51	0,50	0,49	0,48	0,47	0,45	0,44	0,43	0,42	0,41	0,40	0,39	0,39	0,39
= Netto driftsbeta	0,62	0,62	0,62	0,62	0,62	0,62	0,62	0,62	0,62	0,62	0,62	0,62	0,62	0,62

Tabell 10.2 – Fremskrevet egenkapitalbeta

10.1.3 Markedets risikopremie

Som nevnt i kapittel 7.2.3, er markedets risikopremie den meravkastningen finansielle investorer i aksjemarkedet forventer å få sammenlignet med den risikofrie renten. Denne er

som nevnt utfordrende å estimere i praksis, slik at det beste estimatet på fremtidig markedsrisikopremie antas å være dagens nivå. Videre settes den konstant over budsjetteringsperioden (Knivsflå, 2017, F15, s. 30). I kapittel 7.2.3 estimerte vi risikopremien i 2016 til 4,9 %. Dette estimatet er i tillegg rimelig sammenlignet med Knivsflå (2017) sitt vektete estimat basert på estimatene til andre analytikere (Knivsflå, 2017, F15, s. 34). Dette estimatet benyttes dermed videre.

10.1.4 Illikviditetspremie

Historisk illikviditetspremie ble estimert i kapittel 7.2.4. Det forventes ikke vesentlige endringer i fremtidig forventning, og vi benytter dermed de samme estimatene. Illikviditetspremien holdes konstant på 0,5 % for majoritet og 2 % for minoritet.

10.1.5 Avkastningskrav til egenkapitalen

Ut i fra delkapitlene over kan vi nå beregne fremtidig avkastningskrav til egenkapitalen og minoriteten. Se oppsummering i tabellene under:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risikofri rente etter skatt	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,8 %	0,9 %	1,0 %	1,1 %	1,2 %	1,4 %	1,7 %	1,9 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %
+ Egenkapitalbeta	1,21	1,18	1,16	1,13	1,11	1,09	1,06	1,04	1,02	1,00	0,99	0,97	0,97	0,97
* Markedsrisikopremie	4,9 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %
= Egenkapitalkrav CAPM	6,5 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %	6,5 %	6,6 %	6,7 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %
+ Illikviditetspremie majoritet	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
= Egenkapitalkrav	7,0 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %	7,0 %	7,1 %	7,2 %	7,3 %	7,3 %	7,3 %

Tabell 10.3 – Fremskrevet avkastningskrav til egenkapitalen

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalkrav CAPM	6,5 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %	6,5 %	6,6 %	6,7 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %
+ Illikviditetspremie minoritet	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
= Minoritetskrav	8,5 %	8,4 %	8,4 %	8,4 %	8,4 %	8,3 %	8,3 %	8,3 %	8,5 %	8,6 %	8,7 %	8,8 %	8,8 %	8,8 %

Tabell 10.4 – Fremskrevet avkastningskrav til minoritet

I 2016 var egenkapitalkravet 7,1 %. Vi ser av tabell 10.3 at denne reduseres fremover, før den igjen øker i 2025. Egenkapitalkravet er på 7,3 % i «steady state».

Minoritetskravet var i 2016 på 8,6 %. Utviklingen har fulgt samme utvikling som egenkapitalkravet. I «steady state» er minoritetskravet 8,8 %.

10.2 Finansielle krav

For å fastsette fremtidig netto finansielt gjeldskrav, må vi først utlede fremtidig finansielt gjeldskrav og fremtidig finansielt eiendelskrav. Vi vil i tillegg estimere årlig netto finansiell gjeldsbeta, som ble brukt til å estimere årlig egenkapitalbeta i delkapittel 10.1.2.

10.2.1 Avkastningskrav finansiell gjeld

Avkastningskrav finansiell gjeld består av risikofri rente og en kredittrisikopremie, som fastsettes basert på syntetisk rating. Fremtidig risikofri rente er presentert i 10.1.1. Vi må videre utføre en syntetisk fremtidsrating ved hjelp av fremtidsregnskapet fra kapittel 9. Dette gjøres på samme måte som i kapittel 6. Vi må imidlertid foreta noen forutsetninger:

Ettersom fremtidsregnskapet fra kapittel 9 ikke er tilstrekkelig spesifisert for å beregne *likviditetsgrad 1*, forutsetter vi at forholdstallet reverserer lineært mot bransjegjennomsnittet fra den historiske analysen.

Videre oppstår det en utfordring ved beregning av *rentedekningsgrad* på grunn av endogenitet, ettersom netto finanskostnad avhenger av fremtidsratingen. Vi beregner dermed rentedekningsgrad ved å dividere nettoresultat sysselsatt kapital på inngående netto finanskostnad.

Egenkapitalprosent regnes ut ved å dividere egenkapital tillagt minoritetsinteresser med sysselsatt kapital. I tillegg multipliserer vi med gjennomsnittlig sysselsatt kapital dividert på total kapital over analyseperioden; 0,657. Denne multiplikatoren vil da fungere som en normalisering, ettersom vi ikke har spesifisert total gjeld i fremtidsregnskapet. Vi unngår dermed at egenkapitalprosenten blir kunstig høy.

Netto driftsrentabilitet beregnes ved å dividere netto driftsresultat med inngående netto driftseiendeler.

Basert på overnevnte forutsetninger, får vi følgende syntetisk fremtidsrating:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Likviditetsgrad 1	1,030	1,023	1,015	1,007	1,000	0,992	0,984	0,977	0,969	0,961	0,954	0,946	0,946	0,946
	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B
Rentedekningsgrad	6,525	9,596	9,335	9,016	8,728	8,467	8,054	7,675	7,335	6,752	6,251	5,874	5,874	5,874
	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Egenkapitalprosent	0,303	0,309	0,315	0,320	0,326	0,331	0,336	0,342	0,347	0,352	0,357	0,362	0,362	0,362
	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Netto driftsrentabilitet	0,105	0,104	0,103	0,101	0,100	0,099	0,097	0,096	0,094	0,093	0,091	0,091	0,091	0,091
	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Gjennomsnittsrating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 10.5 – Syntetisk fremtidsrating

Vi ser av tabell 10.5 at Rema 1000 opprettholder en BBB-rating over budsjettperioden, som gir en kredittrisikopremie på 1,4 %.

Videre presenteres beregningen av netto finansielt gjeldskrav i tabell 10.6:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente etter skatt	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,8 %	0,9 %	1,0 %	1,1 %	1,2 %	1,4 %	1,7 %	1,9 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %
+ Kredittrisikopremie	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %
= Krav til finansiell gjeld	1,9 %	2,0 %	2,1 %	2,2 %	2,3 %	2,4 %	2,5 %	2,6 %	2,8 %	3,1 %	3,3 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %

Tabell 10.6 – Fremskrevet avkastningskrav finansiell gjeld

Vi ser av tabellen over at kravet til finansiell gjeld øker jevnt over budsjetteringsperioden, til 3,5 % i «steady state». Denne økningen skyldes økningen i risikofri rente.

Videre beregnes også finansiell gjeldsbeta. Markedsdelen fra kapittel 6 holdes konstant:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Markedsrisikodel	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200
* Kredittrisikopremie	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
/ Markedspremie	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049
= Finansiell gjeldsbeta	0,057	0,057	0,057	0,057	0,057	0,057	0,057	0,057	0,057	0,057	0,057	0,057	0,057	0,057

Tabell 10.7 – Fremskrevet finansiell gjeldsbeta

10.2.2 Avkastningskrav finansielle eiendeler

I fremtidsregnskapet fra kapittel 9 er ikke kontanter, fordringer og investeringer spesifisert. Vi forutsetter derfor at disse beveger seg lineært mot en vekt som tilsvarer gjennomsnittet over analyseperioden. Vektene i 2017 settes lik vektene for 2016. Videre benyttes samme forutsetninger for de ulike kravene som i kapittel 6. Se beregningen i tabell 10.8:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kontantkrav	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,8 %	0,9 %	1,0 %	1,1 %	1,2 %	1,4 %	1,7 %	1,9 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %
* Kontantvekt	0,698	0,669	0,640	0,611	0,582	0,554	0,525	0,496	0,467	0,438	0,409	0,380	0,380	0,380
+ Fordringskrav	1,5 %	1,6 %	1,7 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %	2,1 %	2,2 %	2,4 %	2,7 %	2,9 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %
* Fordringsvekt	0,274	0,304	0,335	0,365	0,396	0,427	0,457	0,488	0,519	0,549	0,580	0,611	0,611	0,611
+ Investeringskrav	5,4 %	5,5 %	5,6 %	5,7 %	5,8 %	5,9 %	6,0 %	6,1 %	6,3 %	6,6 %	6,8 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
* Investeringsvekt	0,028	0,027	0,025	0,023	0,021	0,020	0,018	0,016	0,015	0,013	0,011	0,009	0,009	0,009
= Krav til finansielle eiendeler	0,9 %	1,1 %	1,2 %	1,3 %	1,4 %	1,6 %	1,7 %	1,8 %	2,0 %	2,3 %	2,5 %	2,7 %	2,7 %	2,7 %

Tabell 10.8 – Fremskrevet avkastningskrav finansielle eiendeler

I tabell 10.8 ser vi at finansielt eiendelskrav øker fra 0,9 % i 2017 til 2,7 % i «steady state».

Finansiell eiendelsbeta beregnes med samme forutsetninger som i kapittel 6. Vi benytter imidlertid oppdaterte verdier for rente og markedsrisikopremie i henhold til vurderingene over. Markedsdelen holdes konstant. Se beregning i tabell 10.9:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
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	0,000	0,000
* Kontantvekt	0,698	0,669	0,640	0,611	0,582	0,554	0,525	0,496	0,467	0,438	0,409	0,380	0,380	0,380
+ Fordringsbeta	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053
* Fordringsvekt	0,274	0,304	0,335	0,365	0,396	0,427	0,457	0,488	0,519	0,549	0,580	0,611	0,611	0,611
+ 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	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,028	0,027	0,025	0,023	0,021	0,020	0,018	0,016	0,015	0,013	0,011	0,009	0,009	0,009
= Finansiell eiendelsbeta	0,043	0,043	0,043	0,043	0,042	0,042	0,042	0,042	0,042	0,042	0,042	0,042	0,042	0,042

Tabell 10.9 – Fremskrevet finansiell eiendelsbeta

10.2.3 Avkastningskrav netto finansiell gjeld

Videre beregnes avkastningskrav netto finansiell gjeld ved å vekte finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav. Det samme gjøres ved beregning av netto finansiell gjeldsbeta. Se tabell 10.10 for beregning av avkastningskrav netto finansiell gjeld og tabell 10.11 for beregning av netto finansiell gjeldsbeta.

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Krav til finansiell gjeld	1,9 %	2,0 %	2,1 %	2,2 %	2,3 %	2,4 %	2,5 %	2,6 %	2,8 %	3,1 %	3,3 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %
* FG/NFG	1,110	1,124	1,137	1,152	1,167	1,183	1,200	1,218	1,236	1,256	1,277	1,299	1,299	1,299
- Krav til finansielle eiendeler	0,9 %	1,1 %	1,2 %	1,3 %	1,4 %	1,6 %	1,7 %	1,8 %	2,0 %	2,3 %	2,5 %	2,7 %	2,7 %	2,7 %
* FE/NFG	0,110	0,124	0,137	0,152	0,167	0,183	0,200	0,218	0,236	0,256	0,277	0,299	0,299	0,299
= Krav til netto finansiell gjeld	2,0 %	2,1 %	2,2 %	2,4 %	2,5 %	2,6 %	2,7 %	2,8 %	3,0 %	3,3 %	3,5 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %

Tabell 10.10 – Fremskrevet avkastningskrav netto finansiell gjeld

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell gjeldsbeta	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %
* Finansiell gjeldsvekt, FG/NFG	1,110	1,124	1,137	1,152	1,167	1,183	1,200	1,218	1,236	1,256	1,277	1,299	1,299	1,299
- Finansiell eiendelsbeta	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,2 %	4,2 %	4,2 %	4,2 %	4,2 %	4,2 %	4,2 %	4,2 %	4,2 %	4,2 %
* Finansiell eiendelsvekt, FE/NFG	0,110	0,124	0,137	0,152	0,167	0,183	0,200	0,218	0,236	0,256	0,277	0,299	0,299	0,299
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,059	0,059	0,059	0,059	0,060	0,060	0,060	0,060	0,061	0,061	0,061	0,062	0,062	0,062

Tabell 10.11 – Fremskrevet netto finansiell gjeldsbeta

Som det fremkommer av tabell 10.10 øker kravet til netto finansiell gjeld over budsjetteringsperioden, fra 2 % i 2017 til 3,7 % i «steady state». Videre ser vi i tabell 10.11 at netto finansiell gjeldsbeta øker marginalt, fra 5,9 % i 2017 til 6,2 % i «steady state».

10.3 Selskapskrav

Ved å vekte de ulike finansieringskildene basert på deres verdi og forventet avkastning, estimerer vi avslutningsvis selskapskravene. Videre i utredningen benyttes for øvrig to ulike selskapskrav; avkastningskrav til sysselsatt kapital og netto driftskrav.

Først presenteres kravet til sysselsatt kapital, som er vektet på egenkapitalkrav, minoritetskrav og finansielt gjeldskrav. Se beregning i tabell 10.12. Som vi ser av tabellen, øker kravet til sysselsatt kapital fra 4,3 % i 2017 til 5,6 % i «steady state».

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalkrav	7,0 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %	7,0 %	7,1 %	7,2 %	7,3 %	7,3 %	7,3 %
* EK/SSK	0,456	0,465	0,473	0,482	0,490	0,498	0,507	0,515	0,523	0,531	0,539	0,547	0,547	0,547
+ Minoritetskrav	8,5 %	8,4 %	8,4 %	8,4 %	8,4 %	8,3 %	8,3 %	8,3 %	8,5 %	8,6 %	8,7 %	8,8 %	8,8 %	8,8 %
* MI/SSK	0,006	0,006	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,004	0,004	0,004
+ Finansiell gjeldskrav	1,9 %	2,0 %	2,1 %	2,2 %	2,3 %	2,4 %	2,5 %	2,6 %	2,8 %	3,1 %	3,3 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %
* FG/SSK	0,538	0,530	0,521	0,513	0,505	0,496	0,488	0,480	0,472	0,464	0,456	0,448	0,448	0,448
= Krav til sysselsatt kapital	4,3 %	4,3 %	4,4 %	4,5 %	4,6 %	4,7 %	4,7 %	4,8 %	5,0 %	5,2 %	5,4 %	5,6 %	5,6 %	5,6 %

Tabell 10.12 – Fremskrevet avkastningskrav sysselsatt kapital

Det andre selskapskravet er netto driftskrav, som vektet på egenkapitalkrav, minoritetskrav og netto finansielt gjeldskrav. Tabell 10.13 viser beregningene. Vi ser at netto driftskrav øker fra 4,4 % i 2017 til 5,9 % i «steady state».

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalkrav	7,0 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %	7,0 %	7,1 %	7,2 %	7,3 %	7,3 %	7,3 %
* EK/NDK	0,482	0,493	0,505	0,517	0,528	0,540	0,552	0,563	0,575	0,587	0,598	0,610	0,610	0,610
+ Minoritetskrav	8,5 %	8,4 %	8,4 %	8,4 %	8,4 %	8,3 %	8,3 %	8,3 %	8,5 %	8,6 %	8,7 %	8,8 %	8,8 %	8,8 %
* MI/NDK	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
+ Netto finansiell gjeldskrav	2,0 %	2,1 %	2,2 %	2,4 %	2,5 %	2,6 %	2,7 %	2,8 %	3,0 %	3,3 %	3,5 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %
* NFG/NDK	0,512	0,501	0,489	0,478	0,466	0,454	0,443	0,431	0,420	0,408	0,396	0,385	0,385	0,385
= Netto driftskrav	4,4 %	4,5 %	4,6 %	4,7 %	4,8 %	4,9 %	5,0 %	5,1 %	5,3 %	5,5 %	5,7 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %

Tabell 10.13 – Fremskrevet netto driftskrav

10.4 Analyse av budsjett – fremtidig superrentabilitet

I dette delkapittelet vil vi se nærmere på den fremtidige strategiske fordelingen til Rema 1000, basert på fremtidsregnskap fra kapittel 9 og fremtidskravene fra kapittel 10. Beregningene vil

videre sammenlignes med den strategiske kvalitative analysen i kapittel 4 og de kvantitative analysene i kapittel 5 til 8.

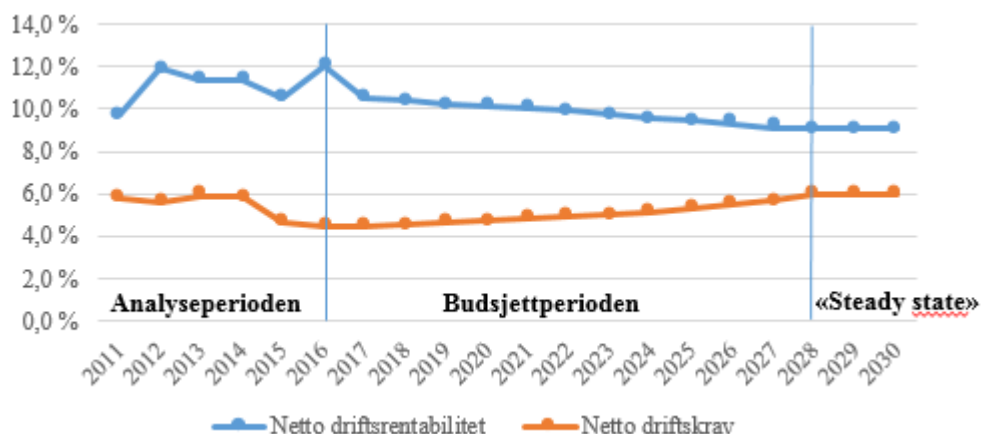
I kapittel 4.5 (kvalitativ analyse) og 8.4 (kvantitativ analyse) konkluderte vi med at Rema 1000 historisk har hatt en stor strategisk fordel fra drift, som forventes å bli mindre i fremtiden. Her nevnes det også at vi forventer at bransjefordelen vil holdes moderat i fremtiden, mens ressursfordelen forventes å bli mindre. Dette tilsier at en moderat strategisk driftsfordel på sikt vil være konsistent med våre forventninger. Finansieringsfordel forventes å være tilnærmet null, jf. kapittel 8.3. Den strategiske fordel vil eventuelt kunne dras noe opp av gearing.

Fremtidig strategisk fordel med dekomponeringer er presentert i tabell 10.14:

Budsjettpunkt	1	2	3	4	5	M	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftsrentabilitet	10,5 %	10,4 %	10,3 %	10,1 %	10,0 %	9,9 %	9,7 %	9,6 %	9,4 %	9,3 %	9,1 %	9,1 %	9,1 %	9,1 %
- Netto driftskrav	4,4 %	4,5 %	4,6 %	4,7 %	4,8 %	4,9 %	5,0 %	5,1 %	5,3 %	5,5 %	5,7 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %
= Strategisk fordel drift	6,1 %	5,9 %	5,6 %	5,4 %	5,2 %	5,0 %	4,7 %	4,5 %	4,1 %	3,8 %	3,4 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %
+ Gearingfordel	7,0 %	6,4 %	5,9 %	5,4 %	5,0 %	4,6 %	4,1 %	3,7 %	3,3 %	2,9 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
= Driftsfordel	13,0 %	12,3 %	11,6 %	10,9 %	10,2 %	9,5 %	8,9 %	8,2 %	7,4 %	6,6 %	5,9 %	5,1 %	5,1 %	5,1 %
+ Finansieringsfordel NFG	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
+ Finansieringsfordel MI	-0,2 %	-0,2 %	-0,1 %	-0,1 %	-0,1 %	-0,1 %	-0,1 %	-0,1 %	-0,1 %	-0,1 %	-0,1 %	-0,04 %	-0,04 %	-0,04 %
= Strategisk fordel	12,9 %	12,1 %	11,4 %	10,7 %	10,1 %	9,4 %	8,8 %	8,1 %	7,3 %	6,6 %	5,8 %	5,1 %	5,1 %	5,1 %

Tabell 10.14 – Fremtidig superrentabilitet

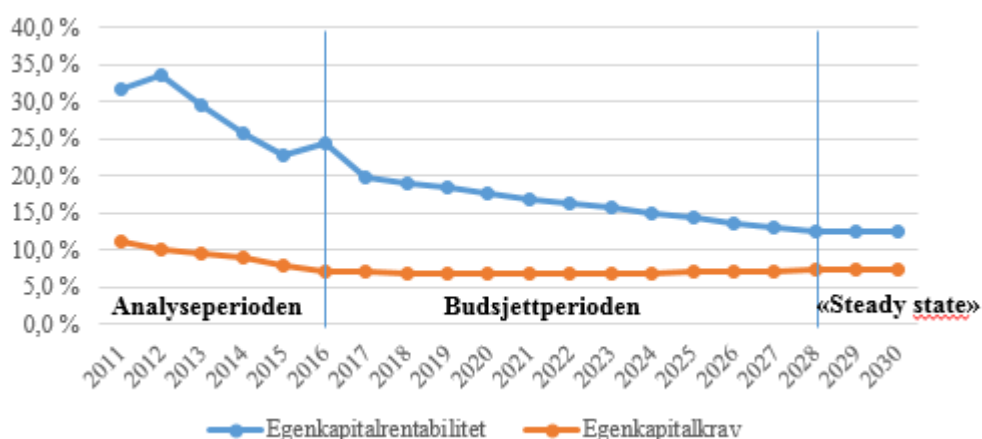
Driftsfordelen består av ren strategisk fordel drift og gearingfordel. Den rene strategiske fordel fra drift vil videre bestå av bransjefordelen og ressursfordelen. Som vi ser reduseres strategisk fordel drift jevnt over budsjetteringsperioden til en varig fordel på 3,1 %. Dette nivået er konsistent med vår forventning om en varig moderat strategisk fordel fra drift. Den varige fordel er hovedsakelig relatert til en moderat bransjefordel. Vi har i kapittel 4 og 8 begrunnet den moderate bransjefordelen med blant annet høye etableringsbarrierer og få reelle substitutter som begrenser det ytre konkurransepresset. I tillegg ser vi at en varig gearingfordel på 2 % gir en total driftsfordel på 5,1 % i «steady state». Figur 10.15 oppsummerer utviklingen i netto driftsrentabilitet og netto driftskrav over analyseperioden og budsjetteringsperioden:



Figur 10.15 – Historisk og fremtidig strategisk fordel drift

Som vi ser av figuren, stabiliserer netto driftsrentabilitet seg på 9,1 %, mens driftskravet stabiliseres på 5,9 %. Dette gir da en varig moderat strategisk fordel drift på 3,1 %.

Som nevnt, forventes finansieringsfordelen å være tilnærmet null, noe som gjør at superrentabiliteten til Rema 1000 vil tilsvare driftsfordelen. Vi ser i tabell 10.14 at minoriteten fortsatt har en marginal fordel i fremtiden. Videre ser vi at finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld er null ettersom vi har budsjettert med at rentabiliteten og kravet er likt. Dette gjør at superrentabiliteten i «steady state» er lik driftsfordelen, og utgjør 5,1 %. Kurven til superrentabiliteten beveger seg så og si likt med kurven til driftsfordelen. Figur 10.16 viser utvikling i egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav over analyseperioden og budsjetteringsperioden:



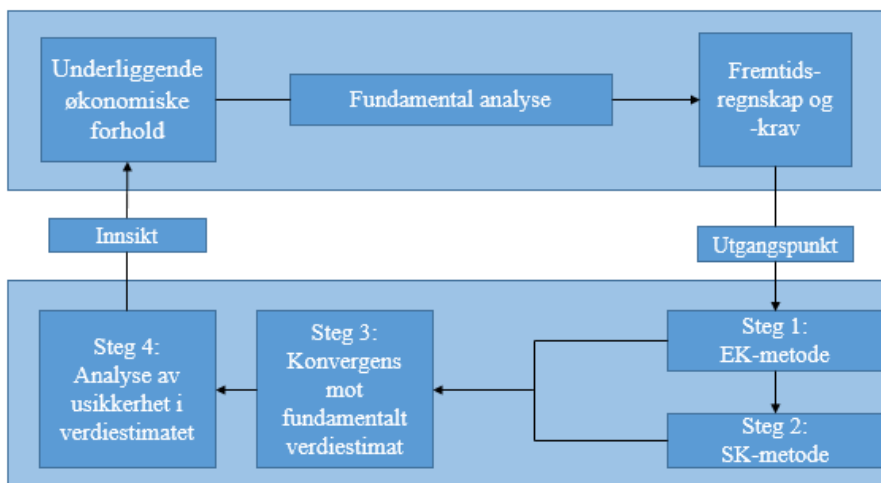
Figur 10.16 – Historisk og fremtidig superrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten utgjør 12,4 % i «steady state», og egenkapitalkravet utgjør 7,3 %. Dette gir Rema 1000 en varig superrentabilitet på 5,1 %, som stemmer overens med dekomponeringen fra tabell 10.14.

11. Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse ble i kapittel 3 valgt som hovedteknikk ved verdivurdering av Rema 1000. Så langt i masterutredningen er det gjennomført både kvalitative og kvantitative analyser, hvor hensikten var å opparbeide innsikt i de underliggende økonomiske forholdene til Rema 1000. Denne innsikten gav grunnlag for utarbeidelse av fremtidsregnskap og -krav i henholdsvis kapittel 9 og 10. Disse stegene har videre dannet grunnlaget for å gjennomføre den fundamentale verdsettelsen, noe som vil gi et verdiestimat på egenkapitalen til Rema 1000.

I det kommende kapittelet vil vi gjennomføre fundamental verdsettelse av Rema 1000. Vi har i kapittel 3 gitt en kort introduksjon til metoden. I det kommende vil vi beskrive metoden og de ulike modellene mer i dybden, samt gjennomføre nødvendige beregninger. Teorien bak vil ta utgangspunkt i fremgangsmåten til Knivsflå (2017), og gjennomføres i fire steg (Knivsflå, 2017, F16, s. 9). Se illustrasjon i figur 11.1. Vi ønsker også å påpeke at denne fremgangsmåten samsvarer også med annen sentral verdsettelseslitteratur. Dette kapittelet bygger derfor på teori presentert i blant annet Damodaran (2012), Petersen mfl. (2017), og Penman (2013). Vi ønsker også å påpeke at fremgangsmåten i tillegg korresponderer med verdsettelsesteori presentert i finansiellitteraturen, blant annet i Berk & DeMarzo (2011).



Figur 11.1 – Rammeverk for fundamental verdsettelse

11.1 Oversikt over metoder og modeller

Som beskrevet i kapittel 3, er utgangspunktet for fundamental verdsettelse en nåverdiberegning av fremtidige kontantstrømmer. Fundamental verdsettelse omtales derfor også som en *nåverdimetode*. Verdsettelsen kan gjøres ved å verdsette egenkapitalen *direkte*

eller *indirekte*. Vi skiller dermed mellom to ulike metoder innenfor fundamental verdsettelse, nemlig *egenkapitalmetoden* og *selskapskapitalmetoden* (Berk & DeMarzo, 2011, s. 190-194).

Videre er det flere modeller som kan benyttes innenfor hver av disse metodene. Vi vil i de følgende kapitlene se nærmere på de to ulike metodene og de tilhørende modellene, samt beregne et verdiesimat innenfor hver av disse. Vi ønsker å påpeke at de ulike modellene gir det samme verdiesimatet innenfor hver metode. Det vil si at modellene er ekvivalente. De ulike metodene er også ekvivalente ved bruk av verdivektet krav. Vi må derfor konvergere verdiesimatene fra de ulike metodene når vi benytter de budsjetterte vektene (Knivsflå, 2017, F16, s. 16).

11.2 Egenkapitalmetoden

Det første steget i figur 11.1 er å beregne verdiesimat ved hjelp av egenkapitalmetoden. Egenkapitalmetoden gir en *direkte* verdsettelse av egenkapitalen til virksomheten, hvor fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen diskonteres med egenkapitalkravet (Kaldestad og Møller, 2016, s. 37). Videre benyttes det fire ulike modeller innenfor egenkapitalmetoden; *utbyttmodellen* (NBU), *fri kontantstrøm-modellen* (FKE), *superprofittmodellen* (SPE) og *superprofittvekstmodellen* (Δ SPE) (Knivsflå, 2017, F16, s. 18). Utbyttmodellen (NBU) og fri kontantstrøm til egenkapital-modellen (FKE) er lik, ettersom fri kontantstrøm til egenkapital og netto betalt utbytte er den samme verdien i den omgrupperte kontantstrømoppstillingen. Vi viser her til kapittel 5. Videre i utredningen benytter vi derfor *fri kontantstrøm til egenkapital-modellen*, *superprofittmodellen* og *superprofittvekstmodellen*.

11.2.1 Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen (FKE)

Ved bruk av FKE-modellen neddiskonteres kontantstrømmen med egenkapitalkravet, slik at nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm til egenkapital tilsvarer verdien av egenkapitalen i dag (Damodaran, 2012, s. 365). For å unngå å utføre prognoser til det uendelige, forutsettes det konstant vekst fra periode T i henhold til Gordons growth model. Vi må dermed ha med et sluttet horisontledd i beregningen, som vil gi verdi av egenkapitalen på horisonten (Petersen mfl., 2017, s. 304). Dette gir oss en to-steps modell, og formelen uttrykkes som følger (Knivsflå, 2017, F16, s. 33):

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

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

Fri kontantstrøm til egenkapital er i vårt tilfelle beregnet som nettoresultat til egenkapital minus endring i egenkapital (Damodaran, 2012, s. 352). Tabell 11.2 viser verdien av egenkapitalen til Rema 1000 ved bruk av FKE-modellen:

FKE-modellen (MNOK)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Fri kontantstrøm til egenkapital	1 237	1 103	970	831	680	742	802	867	923	983	1 047	1 043	1 497	1 572
/ Diskonteringsfaktor	1,070	1,143	1,222	1,306	1,395	1,491	1,593	1,702	1,820	1,949	2,089	2,242	2,407	2,583
= Nåverdi	1 157	965	793	637	487	498	504	509	507	504	501	465	622	609

FKE-modellen (MNOK)	2016
Nåverdi fra 2017 til T	7 527
+ Nåverdi til horisontverdien	28 729
= Verdi av egenkapital	36 256
/ Antall aksjer	1 000
= Verdiestimat per aksje	36,256

Tabell 11.2 – VEK ved bruk av FKE-modellen

11.2.2 Superprofittmodellen (SPE)

Superprofittmodellen er en meravkastningsmetode. Mens tradisjonelle nåverdimetodene tar utgangspunkt i kontantstrømdata, tar meravkastningsmetodene utgangspunkt i allerede balanseført regnskapsdata (Petersen mfl., 2017, s. 308). I henhold til modellen vil verdien av egenkapitalen dermed være lik den balanseførte verdien av egenkapitalen i dag, pluss nåverdien av forventet fremtidig superprofitt til egenkapitalen (Knivsflå, 2017, F16, s.37). Til tross for denne forskjellen anses metodene likevel som teoretisk likeverdige verdsettelsesmetoder.

SPE-modellen uttrykkes også som en to-steps modell med et sluttet horisontledd (Knivsflå, 2017, F16, s. 48):

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

hvor SPE=superprofitt til egenkapital og uttrykkes som: $SPE_t = EK_{t-1} * (ekr_t - ekk_t)$

Tabell 11.3 viser verdiestimatet i henhold til superprofittmodellen:

SPE-modellen (MNOK)	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Balanseført egenkapital	8 083	8 449	8 955	9 625	10 486	11 580	12 722	13 906	15 121	16 359	17 607	18 854	20 185	21 194	22 254
Egenkapitalrentabilitet	0,198	0,191	0,183	0,176	0,169	0,163	0,156	0,150	0,143	0,136	0,130	0,126	0,124	0,124	0,124
Egenkapitalkrav	0,070	0,069	0,069	0,069	0,069	0,068	0,068	0,068	0,068	0,070	0,071	0,072	0,073	0,073	0,073
= Superprofitt til egenkapital	1 041	1 026	1 023	1 032	1 055	1 092	1 115	1 131	1 109	1 074	1 026	993	1 028	1 079	
/ Diskonteringsfaktor	1,070	1,143	1,222	1,306	1,395	1,491	1,593	1,702	1,820	1,949	2,089	2,242	2,407	2,583	
= Nåverdi	973	898	837	791	756	732	700	665	609	551	491	443	427	418	

SPE-modellen (MNOK)	2016
Balanseført egenkapital	8 083
+ Nåverdi fra 2017 til T	8 446
+ Nåverdi til horisontverdien	19 727
= Verdi av egenkapital	36 256
/ Antall aksjer	1 000
= Verdiestimat per aksje	36,256

Tabell 11.3 – VEK ved bruk av SPE-modellen

Av tabellen over, ser vi at verdiestimatet etter SPE-modellen samsvarer med FKE-modellen.

11.2.3 Superprofittvekstmodellen (Δ SPE)

Den siste modellen er superprofittvekst modellen. Denne modellen beregner verdien av egenkapitalen ved å summere den kapitaliserte verdien av nettoresultatet til egenkapital uten vekst i det første året av budsjettperioden, og nåverdien av fremtidig vekst i superprofitt til egenkapitalen (Penman, 2013, s. 185-186). Superprofittveksten justeres i tillegg for endring i diskonteringsrente. Formelen for verdien av egenkapitalen etter superprofittvekstmodellen uttrykkes som følger (Knivsflå, 2017, F16, s. 59):

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

hvor Δ SPE=superprofittvekst til egenkapital, NRE=nettoresultat til egenkapital

Δ SPE-modellen (MNOK)	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
(1+ekk1)*SPEt	1 098	1 094	1 104	1 129	1 168	1 193	1 210	1 186	1 149	1 098	1 062	1 099	1 154
- (1+ekkt)*SPEt-1	1 112	1 097	1 093	1 103	1 127	1 167	1 192	1 210	1 187	1 151	1 101	1 066	1 103
/(1+ekkt)	1,069	1,069	1,069	1,069	1,068	1,068	1,068	1,070	1,071	1,072	1,073	1,073	1,073
= Superprofittvekst til EK	-14	-3	10	24	38	25	17	-22	-36	-50	-36	31	48
/ Diskonteringsfaktor	1,070	1,143	1,222	1,306	1,395	1,491	1,593	1,702	1,820	1,949	2,089	2,242	2,407
= Nåverdi	-13	-3	9	18	27	16	10	-13	-20	-26	-17	14	20

Δ SPE-modellen (MNOK)	2016
Nåverdi fra 2018 til 2029	3
Kapitalisert nåverdi	48
Nettoresultat 2017	1 603
Kapitalisert nettoresultat	23 053
Horisontverdi	915
Kapitalisert horisontverdi	13 156
= Verdi av egenkapital	36 256
/ Antall aksjer	1 000
= Verdiestimat per aksje	36,256

Tabell 11.4 – VEK ved bruk av Δ SPE-modellen

Verdiestimatet etter superprofittvekst-modellen gir samme verdiestimat som de to andre modellene. Vi ser dermed at alle tre modeller innenfor egenkapitalmetoden gir nøyaktig samme verdiestimat på egenkapitalen, 36 256,369 MNOK. Se oppsummering i tabell 11.5:

Egenkapitalmetoden	VEK
NBU- og FKE-modellen	36 256,369
SPE-modellen	36 256,369
ΔSPE-modellen	36 256,369
Egenkapitalmetoden	36 256,369
Verdiestimat per aksje	36,256

Tabell 11.5 – Oppsummering egenkapitalmetoden

11.3 Selskapskapitalmetoden

Steg 2 innebærer å finne et verdiestimat ved hjelp av selskapskapitalmetoden. Selskapskapitalmetoden verdsetter egenkapitalen til virksomheten indirekte ved å finne verdien på selskapskapitalen og trekke fra verdien på netto finansiell gjeld/finansiell gjeld og minoritet (Koller mfl, 2010, s. 105). Typiske mål på selskapskapitalen er totalkapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. Vi har tidligere nevnt at totalkapitalen anses som utdatert. Vi vil følgelig kun se nærmere på *sysselsatt kapital-metoden* og *netto driftskapital-metoden*. Videre benyttes de samme tre modellene som ved egenkapitalmetoden; *fri kontantstrøm*, *superprofitt* og *superprofittvekst*.

Verdien til netto finansiell gjeld/finansiell gjeld er lik balanseført verdi, ettersom vi har forutsatt at rentabiliteten er lik kravet. *Minoriteten* må for øvrig verdsettes separat, og vi benytter *fri kontantstrøm-modellen* for å finne verdien på minoritet:

FKM-modellen (MNOK)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Fri kontantstrøm til minoritet	23	21	19	17	15	16	16	17	17	18	18	25	15	15	
/ Diskonteringsrente	1,085	1,176	1,274	1,381	1,496	1,621	1,756	1,903	2,063	2,240	2,435	2,650	2,884	3,139	
= Nåverdi T	21	18	15	12	10	10	9	9	8	8	7	9	5	5	
Nåverdi fra 2017 til T	136														
+ Nåverdi til horisontverdien	144														
= Verdi minoritet	280														

Tabell 11.6 – Beregning verdi minoritet

Som vi ser gir en separat verdsettelse av minoriteten en verdi på 280 MNOK, som benyttes videre for å finne verdien av egenkapitalen. Vi vil nå redegjøre for de ulike modellene innenfor selskapskapitalmetoden, med fokus på netto driftskapital. Avslutningsvis beregnes også verdiestimatene ved hjelp av sysselsatt kapital-metoden.

11.3.1 Fri kontantstrøm fra drift-modellen (FKD)

Ved bruk av netto driftskapital-metoden, verdsettes egenkapitalen indirekte ved hjelp av *netto driftskapital*. Dette kan uttrykkes som følger:

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

hvor VEK =verdien av egenkapitalen, $VNDK$ =verdien av netto driftskapital, $VNFG$ =verdi av netto finansiell gjeld og VMI =verdien av minoritet

Fri kontantstrøm fra drift-modellen finner verdien av netto driftskapital ved å neddiskontere kontantstrømmen fra drift med netto driftskrav (Petersen mfl., 2017, s. 305). Formelen for verdien av netto driftskapital uttrykkes som følger:

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

hvor ndk =netto driftskrav og ndv =netto driftsvekst

For å finne verdien av egenkapitalen, må vi dermed trekke fra verdien av netto finansiell gjeld og minoritet. Tabell 11.7 viser verdierestimatet på egenkapitalen ved bruk av fri kontantstrøm fra drift-modellen:

FKD-modellen (MNOK)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Fri kontantstrøm fra drift	1 466	1 211	959	697	413	529	650	782	926	1 080	1 243	1 282	1 346	1 413
/ Diskonteringsfaktor	1,044	1,092	1,142	1,196	1,254	1,315	1,381	1,452	1,529	1,614	1,706	1,808	1,915	2,029
= Nåverdi T	1 404	1 109	839	583	329	402	470	539	606	669	728	709	703	697

FKD-modellen (MNOK)	2016
Nåverdi fra 2017 til T	8 388
+ Nåverdi til horisontverdien	79 509
= Verdi av netto driftskapital	87 896
- Netto finansiell gjeld	9 010
- Verdi minoritet	280
= Verdi av egenkapital	78 606
/ Antall aksjer	1 000
= Verdiestimat per aksje	78,606

Tabell 11.7 – VEK ved bruk av FKD-modellen

11.3.2 Superprofitt fra drift-modellen (SPD)

Superprofitt fra drift-modellen verdsetter netto driftskapital ved hjelp av følgende formel (Knivsflå, 2017, F17, s. 15):

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

hvor SPD =superprofitt fra drift og uttrykkes som: $SPD_t = NDK_{t-1} * (ndr_t - ndk_t)$

Superprofitt fra drift-modellen finner verdien av netto driftskapital ved å summere balanseført verdi av netto driftskapital i 2016 med nåverdien av fremtidig superprofitt fra drift. Tabell 11.8 viser beregningene etter superprofitt fra drift-modellen:

SPD-modellen (MNOK)	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftskapital	17 200	17 542	18 155	19 061	20 298	21 920	23 562	25 209	26 845	28 453	30 016	31 514	33 090	34 745	36 482
Netto driftsrentabilitet		0,105	0,104	0,103	0,101	0,100	0,099	0,097	0,096	0,094	0,093	0,091	0,091	0,091	0,091
Netto driftskrav		0,044	0,045	0,046	0,047	0,048	0,049	0,050	0,051	0,053	0,055	0,057	0,059	0,059	0,059
= Superprofitt fra drift		1 044	1 029	1 025	1 034	1 056	1 092	1 115	1 130	1 106	1 070	1 021	987	1 036	1 088
/ Diskonteringsfaktor		1,044	1,092	1,142	1,196	1,254	1,315	1,381	1,452	1,529	1,614	1,706	1,808	1,915	2,029
= Nåverdi		1000	943	898	865	843	830	807	778	723	663	598	546	541	536

SPD-modellen (MNOK)	2016
Balanseført netto driftskapital	17 200
Nåverdi fra 2017 til T	9 493
+ Nåverdi til horisontverdien	61 203
= Verdi av netto driftskapital	87 896
- Netto finansiell gjeld	9 010
- Verdi minoritet	280
= Verdi av egenkapital	78 606
/ Antall aksjer	1 000
= Verdiestimat per aksje	78,606

Tabell 11.8 – VEK ved bruk av SPD-modellen

Som vi ser gir SPD-modellen samme verdiestimat på egenkapitalen som FGD-modellen.

11.3.3 Superprofittvekst fra drift-modellen (ΔSPD)

Ved bruk av superprofittvekst fra drift-modellen verdsettes netto driftskapital som summen av den kapitaliserte verdien av netto driftsresultat uten vekst i det første året av budsjettperioden, og nåverdien av fremtidig vekst i superprofitt fra drift (Knivsflå, 2017, F17, s. 16). Superprofittveksten justeres for endring i diskonteringsrente, på samme måte som under egenkapitalmetoden. Verdien til netto driftskapital beregnes i henhold til følgende formel:

$$VNDK_0 = \frac{NDR_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} * \left(\sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{t-1})} + \frac{\Delta SPD_{T+2}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{T+1}) * (ndk - ndv)} \right)$$

hvor ΔSPD =superprofittvekst fra drift, NDR =netto driftsresultat

Tabell 11.9 viser verdiestimatet på egenkapitalen til Rema 1000 ved bruk av superprofittvekst fra drift-modellen:

ΔSPD-modellen (MNOK)	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
(1+ndk1)*SPDt	1 075	1 071	1 080	1 103	1 141	1 165	1 180	1 155	1 118	1 066	1 031	1 082	1 136
- (1+ndkt)*SPDt-1	1 091	1 077	1 074	1 084	1 108	1 147	1 172	1 190	1 167	1 131	1 081	1 045	1 098
/(1+ndkt)	1,045	1,046	1,047	1,048	1,049	1,050	1,051	1,053	1,055	1,057	1,059	1,059	1,059
= Superprofittvekst fra drift	-16	-6	6	18	31	17	7	-33	-47	-62	-48	35	36
/ Diskonteringsfaktor	1,044	1,092	1,142	1,196	1,254	1,315	1,381	1,452	1,529	1,614	1,706	1,808	1,915
= Nåverdi	-15	-6	5	15	25	13	5	-22	-31	-38	-28	19	19

ΔSPD-modellen (MNOK)	2016
Nåverdi fra 2018 til 2029	-57
Kapitalisert nåverdi	-1 284
Netto driftsresultat 2017	1 809
Kapitalisert nettoresultat	40 691
Horisontverdi	2 156
Kapitalisert horisontverdi	48 490
= Verdi av netto driftskapital	87 896
- Netto finansiell gjeld	9 010
- Verdi minoritet	280
= Verdi av egenkapital	78 606
/ Antall aksjer	1 000
= Verdiestimat per aksje	78,606

Tabell 11.9 – VEK ved bruk av ΔSPD-modellen

Verdiestimatet etter superprofittvekst fra drift-modellen gir samme verdiestimat som de to andre modellene. Vi ser dermed at alle tre modeller innenfor netto driftskapital-metoden gir nøyaktig samme verdiestimat på netto driftskapital, og dermed også på egenkapitalen. Se oppsummering i tabell 11.10:

NDK-metoden	VEK
FKD-modellen	87 896,499
SPD-modellen	87 896,499
ΔSPD-modellen	87 896,499
VNDK	87 896,499
- VNFG	9 010
- VMI	280
= VEK	78 606,019
Verdiestimat per aksje	78,606

Tabell 11.10 – Oppsummering netto driftskapital-metoden

11.3.4 Sysselsatt kapital-metoden

Sysselsatt kapital-metoden går ut på å verdsette egenkapitalen indirekte ved hjelp av *sysselsatt kapital*. Generelt kan dette uttrykkes som følger:

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

hvor VEK =verdien av egenkapitalen, $VSSK$ =verdien av sysselsatt kapital, VFG =verdi av finansiell gjeld og VMI =verdien av minoritetsinteresser.

Innenfor sysselsatt kapital-metoden finner vi de samme modellene som i netto driftskapital-metoden. Forskjellen er at man benytter avkastningskrav til sysselsatt kapital i stedet for netto driftskrav, og de ulike kildene må stamme fra sysselsatt kapital i stedet for drift. Verdiestimatet ved hjelp av sysselsatt kapital-metoden gir et høyere verdiestimat av egenkapitalen enn netto driftskapital-metoden. Se oppsummering av beregningene i tabell 11.11:

SSK-metoden	VEK
FKS-modellen	125 154,087
SPS-modellen	125 154,087
Δ SPS-modellen	125 154,087
VSSK	125 154,087
- VFG	9 891
- VMI	280
= VEK	114 982,606
Verdiestimat per aksje	114,983

Tabell 11.11 – VEK ved bruk av sysselsatt kapital-metoden

Som vi ser av tabellen over gir alle modellene innenfor sysselsatt kapital-metoden nøyaktig samme verdiestimat på sysselsatt kapital, og dermed egenkapitalen. Metoden gir et verdiestimat av egenkapitalen på 114 982,606 MNOK.

11.4 Første verdiestimat og konvergens

Verdiestimatene fra de ulike metodene er oppsummert i tabell 11.12. Som vi ser her, gav beregningene fra de ulike metodene forskjellige estimater. Dette skyldes at vi har benyttet budsjetterte vekter. Steg 3 går dermed ut på å konvergere estimatene fra steg 1 og 2 til et endelig fundamentalt verdiestimat.

MNOK	FK-modell	SP-modell	ΔSP-modell
EK-metode	36 256,369	36 256,369	36 256,369
NDK-metode	78 606,019	78 606,019	78 606,019
SSK-metode	114 982,606	114 982,606	114 982,606

Tabell 11.12 – Første verdiestimat

For å konvergere verdiestimatene, kreves det at man benytter minst en av hver metode, det vil si egenkapitalmetoden og en av selskapskapitalmetodene. Det kreves i tillegg at minst to av modellene innenfor hver metode benyttes. Videre i utredningen benytter vi egenkapitalmetoden og netto driftskapital-metode, med fri kontantstrøm- og superprofitt-modellen innenfor hver av disse.

11.4.1 Konvergens mot endelig verdiestimat

Delkapittel 11.2 og 11.3 viser at verdien av egenkapitalen til Rema 1000 er estimert til 36 256 MNOK og 78 606 MNOK ved bruk av henholdsvis egenkapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden. Vi har her benyttet budsjetterte vekter fra fremtidsregnskapet i kapittel 9, som igjen medfører at det er avvik mellom de to metodene. Avviket utgjør 73,74 %, og gjennomsnittlig verdi på egenkapitalen utgjør 57 431 MNOK. Ved konvergens benyttes det gjennomsnittlige estimatet vi har beregnet som virkelig verdi av egenkapitalen. Prosessen vi følger tar utgangspunkt i stegene presentert i Knivsfå (2017, F17, s. 53-56):

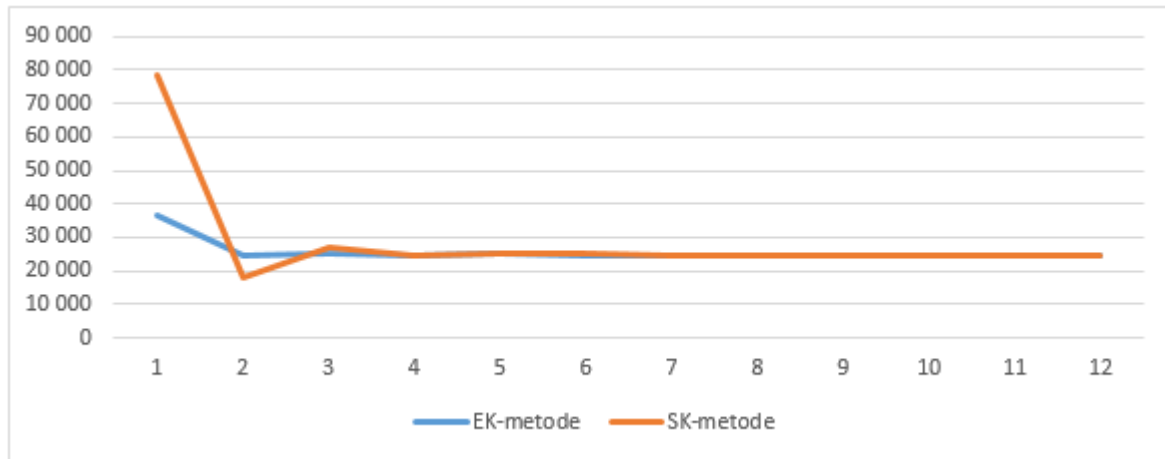
1. Regn ut gjennomsnittlig verdiestimat ved hjelp av egenkapitalmetode og selskapskapitalmetode basert på krav som er utregnet med budsjetterte vekter.
2. Oppdater alle vektene med utgangspunkt i gjennomsnittlig egenkapitalverdi fra forrige steg. Kravene skal også oppdateres i henhold til forrige steg. Regn ut ny gjennomsnittlig egenkapitalverdi basert på oppdaterte vekter og krav.
3. Gjenta samme prosedyre flere ganger slik at verdiestimatet etter egenkapital- og selskapsmetoden etter hvert avviker minimalt.

Tabell 11.13 viser hvordan verdiestimatene til Rema 1000 gradvis konvergerer mot et felles estimat. Prosessen ble gjennomført i 12 steg, for å være sikker på at estimatene var like. Det påpekes at også verdi av minoritet er beregnet separat i hvert steg.

Steg (tall i MNOK)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
EK-metode	36 256	24 390	25 142	24 812	24 879	24 861	24 859	24 865	24 864	24 864	24 864	24 864
SK-metode	78 606	17 997	26 762	24 346	24 982	25 028	24 812	24 861	24 864	24 864	24 864	24 864
Gjennomsnitt	57 431	21 193	25 952	24 579	24 931	24 944	24 835	24 863	24 864	24 864	24 864	24 864
Avvik i %	73,74 %	-30,17 %	6,24 %	-1,90 %	0,41 %	0,67 %	-0,19 %	-0,02 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
EK-metode per aksje	36,256	24,390	25,142	24,812	24,879	24,861	24,859	24,865	24,864	24,864	24,864	24,864
SK-metode per aksje	78,606	17,997	26,762	24,346	24,982	25,028	24,812	24,861	24,864	24,864	24,864	24,864

Tabell 11.13 – Konvergens mot endelig verdiestimat

Det konvergente verdiestimatet på egenkapitalen til Rema 1000 er på 24 864 MNOK. Med en beholdning på 1 000 aksjer medfører dette en verdi på 24,864 MNOK per aksje. Figur 11.14 illustrerer prosessen i en grafisk oppstilling:



Figur 11.14 – Konvergeringsprosessen

Vi ser av figuren over at SK-metoden faller vesentlig fra steg 1 til 2, og at verdiestimatene er relativt lik allerede fra steg 3. Først i steg 9 oppnådde vi 0 % avvik.

11.4.2 Vurdering av verdiestimatet

For å vurdere om det konvergente verdiestimatet på 24 864 MNOK er rimelig, vil vi nå analysere forholdstall som omfatter relativ prising. Dette vurderes videre opp mot konklusjonen fra den strategiske regnskapsanalysen i kapittel 4 og 8.

Det første tallet vi ser på er pris/bok-forholdet i 2016, hvor pris er vårt verdiestimat og bok er bokført verdi av egenkapital før justering. Dette gir følgende beregning:

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{24\,864}{7\,002} = 3,6$$

I den strategiske regnskapsanalysen konkluderte vi med at Rema 1000 har en stor strategisk fordel fra drift. Vi viser her til vår diskusjon i kapittel 4.5 (kvalitativ) og 8.4 (kvantitativ). Fordelen består av en moderat bransjefordel og en moderat ressursfordel, som igjen skaleres ytterligere opp av en gearingfordel. Det forventes dermed at foreligger merverdier i verdiestimatet. For øvrig forventes det at fordelene vil reduseres noe i fremtiden. Et pris/bok-forhold på 3,6 anses dermed å være rimelig for Rema 1000, slik at dermed verdiestimatet på

24 864 MNOK også anses som rimelig. Se for øvrig kapittel 13, hvor vi i detalj beskriver kildene til merverdiene i verdiestimatet.

Videre vurderes pris/fortjeneste-forholdet. Fortjeneste er her nettoresultat til egenkapital i 2017. Dette sammenlignes med egenkapitalkravet for 2017. Ettersom vi i den strategiske analysen forventer at strategisk fordel vil reduseres på sikt, forventes det også at pris/fortjeneste-forholdet er lavere enn 1/ekk-forholdet. Vi får følgende beregning:

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{24\,864}{1\,603} = 15,5 > \frac{1}{\text{ekk}} = \frac{1}{0,07} = 14,4$$

Pris/fortjeneste-forholdet er relativt høyt, også i forhold til 1/ekk-forholdet i 2017. At pris/fortjeneste-forholdet er høyere enn 1/ekk-forholdet tilsier at vi kan forvente en økning i den strategiske fordelene fremover. Dette samsvarer altså ikke med vår forventning eller beregningene i kapittel 10.4. Avviket fra vår forventning kan likevel forklares med at vi har budsjettert med driftsinntektsvekst i periode M, jf. kapittel 9.3.1. Ettersom veksten øker, vil dermed denne virkningen dominere i verdiestimatet. Pris/fortjeneste-forholdet blir derfor høyere enn normalt.

Videre vil vi i kapittel 11.5 analysere usikkerheten knyttet til verdiestimatet, før endelig verdiestimat fastsettes i kapittel 13.

11.5 Analyse av usikkerhet i verdiestimatet

Verdiestimatet som fremkommer av det foregående kapittelet, er et *punktestimat*. Dette punktestimatet er basert på subjektive vurderinger og antagelser om utviklingen i budsjett- og verdidrivere (Knivsflå, 2017, F18, s. 20). Vi viser her til budsjetteringen i kapittel 9. Problemet med denne tilnærmingen, er imidlertid at vi ikke kjenner den faktiske utviklingen i budsjett- og verdidriverne, noe som tilsier at det foreligger estimatusikkerhet knyttet til verdiestimatet. Den kommende analysen søker å synliggjøre disse usikkerhetsmomentene.

Ettersom verdiestimatet forutsetter fortsatt drift, vil vi først analysere konkurssannsynligheten til Rema 1000. Dette gjøres i delkapittel 11.5.1. Videre vil vi utføre ulike simulerings- og sensitivitetsanalyser for å undersøke hvordan verdiestimatet påvirkes når viktige budsjett drivere endres. Simuleringsanalyse følger av 11.5.2, mens sensitivitetsanalyse presenteres i delkapittel 11.5.3.

11.5.1 Konkurssansynlighet

Konkurssansynlighet kan tas hensyn til på to måter: Gjennom å bygge eventuell konkurs inn i forventet framtidsregnskap, eller ved å lage fremtidsregnskapet med utgangspunkt i fortsatt drift og heller håndtere konkurssansynlighet separat (Knivsflå, 2017, F18, s.29). Framtidsregnskapet og avkastningskravene presentert i kapittel 9 tar hensyn til konkurssansynligheten indirekte gjennom syntetisk rating. Til tross for at konkurssansynligheten allerede er hensyntatt gjennom den syntetiske ratingen, har fremtidsregnskapet en tendens til å undervurdere denne sannsynligheten. For å forhindre en undervurdering av konkurssansynligheten til Rema 1000, justeres derfor verdiestimatet presentert i delkapittel 11.4.1. Konkurssansynligheten vurderes ved hjelp av følgende formel (Knivsflå, 2017, F18, s.32):

$$VEK = (1 - p) * FVEK + p * LVEK$$

hvor FVEK=fundamentalverdi av egenkapital gitt fortsatt drift, LVEK=likvidasjonsverdi (nåverdi av egenkapital), og p=sannsynlighet for konkurs

Likvidasjonsverdi (LVEK) er verdien eierne sitter igjen med ved en eventuell fremtvungen avvikling, typisk ved konkurs. Slike tilfeller innebærer ofte rask realisering av eiendeler, som igjen kan føre til at eiendelene realiseres til en lavere pris enn selskapet ellers ville fått ved normalt salg. Likvidasjonsverdien antas derfor å være tilsvarende lik null. Dette betyr at långiverne og andre kreditorer ikke vil få full dekning og at det ikke er noe igjen til eierne (Knivsflå, 2017, F18, s.33).

I delkapittel 6.3 ble Rema 1000 sin syntetiske rating anslått til å være BBB over analyseperioden. Dette tilsvarer en konkurssansynlighet på 0,3 %. Som vist av delkapittel 11.4.1, er verdiestimatet 24 864 MNOK. Med 1000 aksjer, tilsvarer dette et verdiestimat per aksje på 24,864 MNOK. Vi får dermed følgende beregning:

$$VEK = (1 - 0,003) * 24,864 \text{ MNOK} + 0,003 * 0 = \mathbf{24,789 \text{ MNOK}}$$

Etter justeringen for undervurdert konkurrrisiko, er verdiestimatet per aksje 24,789 MNOK. Dette verdiestimatet blir benyttet i den kommende simulerings- og sensitivitetsanalysen.

11.5.2 Simuleringsanalyse

Som nevnt innledningsvis, er den estimerte verdien basert på en antatt utvikling i budsjett- og verdidrivere. Ettersom disse verdidriverne er svært usikre, vil følgelig også verdiestimatet inneholde usikkerhet. Ved å gjøre kritiske budsjett- og verdidrivere stokastiske, forsøker simuleringsanalysen å synliggjøre denne usikkerheten. På denne måten vil vi få frem fordelingen rundt verdiestimatet heller enn et punkttestimat (Knivsflå, 2017, F18, s. 37).

Damodaran (2012) anser simuleringsanalyse for å gi den mest komplette analysen av risiko knyttet til et verdiestimat. Begrunnelsen for dette, er at simuleringen baserer seg på at hver enkelt input i modellen har sin individuelle sannsynlighetsfordeling (Damodaran, 2012, s. 921). Simuleringsanalysen gjennomføres ved hjelp av programvaren «Crystal ball» i Excel. Før vi kan gjennomføre simuleringsanalysen, må vi imidlertid definere kritiske budsjett- og verdidrivere, definere standardavvik og sannsynlighetsfordeling for driverne, samt sjekke for korrelasjon mellom driverne.

Kritiske budsjett- og verdidrivere

I simuleringsanalyse er det ingen begrensninger på hvor mange variabler man kan inkludere i analysen, ettersom alle budsjett- og verdidrivere kan gjøres usikre over tid. Til tross for at vi i teorien enkelt kan definere sannsynlighetsfordelinger for hver av disse variablene, vil dette være svært krevende i praksis (Damodaran, 2012, s. 908). Følgelig vil det være fornuftig å fokusere på de variablene som har mest betydning for verdiestimatet.

Vi vil i denne analysen derfor fokusere på drivere knyttet til *driften* til Rema 1000. Begrunnelsen for dette er at vi forventer at driften har større innvirkning på verdiestimatet enn selskapets finansiering, jf. kapittel 8.3. Følgelig vil vi benytte *driftsinntektsvekst*, *netto driftsmargin*, og *omløpet til netto driftseiendeler* som budsjett drivere i den kommende simuleringen.

Standardavvik og sannsynlighetsfordeling

For å kunne gjennomføre simuleringen, må vi også definere sannsynlighetsfordelingen til de nevnte driverne. Ettersom vi ikke vet de faktiske fordelingene, må disse estimeres. Damodaran (2012) vurderer dette til å være det kritiske steget i analysen (Damodaran, 2012, s. 908). For å finne sannsynlighetsfordelingen, er det generelt flere metoder som kan benyttes. Til vårt formål har vi valgt å benytte historiske data for å finne standardavviket for de ulike driverne. Det forutsettes at de historiske dataene er pålitelige, altså at det ikke har vært strukturelle skift

i markedet som har gjort historiske data upålitelige. Vi vil i det kommende vurdere standardavvik og sannsynlighetsfordeling for de kritiske driverne på kort-, mellomlang- og lang sikt. Det vises her til verdiene estimert i budsjetteringen i kapittel 9.

Tabellen under viser standardavviket på *kort sikt* for de tre aktuelle budsjettdriverne. Standardavviket på kort sikt er utgangspunktet for standardavvik på mellomlang- og lang sikt.

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Std.avvik Rema 1000	Std.avvik bransjen
div	8,9 %	15,1 %	17,1 %	8,2 %	10,0 %	11,3 %	4 %	3 %
ndm	3,8 %	4,2 %	3,6 %	3,5 %	3,2 %	3,5 %	0 %	0 %
onde	2,590	2,855	3,180	3,247	3,267	3,419	31 %	24 %

Tabell 11.15 – Standardavvik Rema 1000 og bransjen

Tabell 11.15 viser et standardavvik på 4 %, 0 % og 31 % for henholdsvis driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler gjennom analyseperioden. Som tabellen viser, er standardavviket for både driftsinntektsvekst og netto driftsmargin relativt lave. Standardavviket til omløpet til netto driftseiendeler derimot, er relativt høyt, noe som tyder på at dette kan være urimelig. Vi velger derfor å benytte standardavviket for bransjen i den videre simuleringen (24 %).

Når det gjelder *mellomlang sikt*, antas det å være større usikkerhet rundt budsjett- og verdidriverne enn på kort sikt. Begrunnelsen for dette er at det er enklere å predikere verdier på kort sikt. Standardavviket vil følgelig være høyere på mellomlang sikt. Det korte standardavviket skaleres derfor opp med en faktor på 1,5 for alle verdidriverne. På *lang sikt* forventes det imidlertid at usikkerheten er mindre enn på mellomlang sikt. Begrunnelsen for dette er at økonomisk teori tilsier konstant vekst mot slutten av budsjettperioden («steady state») (Knivsflå, 2017, F17, s.49). Standardavviket på lang sikt vil derfor være lavere enn på mellomlang sikt.

Når det gjelder sannsynlighetsfordeling, forventes det at alle verdi- og budsjettdriverne har en normalfordeling. Dette gjelder foruten driftsinntektsveksten og netto driftsmargin i «steady state». Årsaken til dette, er at driftsinntektsveksten ikke kan overstige den forventede veksten i verdensøkonomien på lang sikt. Knivsflå (2017) estimerer maksimal vekst til å være 7,5 % (Knivsflå, 2017, F18, s. 49). Ettersom det forventes en driftsinntektsvekst på 5 %, antas det å være en uniformfordeling hvor nedre grense er 4,5 % og øvre grense er 5,5 %. Fordelingen tilfredsstillter dermed kravet om at driftsinntektsveksten ikke kan overstige den forventede

veksten i verdensøkonomien. Også netto driftsmargin har en uniform sannsynlighetsfordeling i «steady state», hvor nedre grense er 2,6 % og øvre grense er 3,2 %.

Tabellene under viser forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordelingen for de kritiske driverne.

	Forventet div	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2017)	-1,5 %	4,0 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2 (2018)	2,0 %	4,0 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt M (2022)	8,0 %	5,0 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt T ("Steady state")	5,0 %	U(4,5 % ; 5,5 %)	Uniform fordeling

Tabell 11.16 – Driftsinntektsvekst: Forventning, standardavvik og sannsynlighetsfordeling

	Forventet ndm	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2017)	3,4 %	0,0 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2 (2018)	3,4 %	0,0 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt M (2022)	3,2 %	1,0 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt T ("Steady state")	2,9 %	U(2,6 % ; 3,2 %)	Uniform fordeling

Tabell 11.17 – Netto driftsmargin: Forventning, standardavvik og sannsynlighetsfordeling

	Forventet onde	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2017)	3,093	24 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2 (2018)	3,093	24 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt M (2022)	3,094	35 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt T ("Steady state")	3,096	21 %	Normalfordeling

Tabell 11.18 – Omløpet til netto driftseiendeler: Forventning, standardavvik og sannsynlighetsfordeling

Andre kritiske faktorer

I tillegg til de nevnte kritiske faktorene, er det også hensiktsmessig å gjøre noen av de finansielle verdidriverne stokastiske. De aktuelle driverne er *risikofri rente*, *markedsrisikopremie*, *egenkapitalbeta* og *finansiell gjeldsdel*. Risikofri rente, markedsrisikopremie og finansiell gjeldsdel gjøres stokastiske i «steady state». Disse antas å ha en uniform sannsynlighetsfordeling. For egenkapitalbetaen benyttes utgangsbeta for 2016. Denne antas å være normalfordelt. Forventning, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for de nevnte driverne er presentert i tabellen under:

	Forventning	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Risikofri rente ("Steady state")	0,033	U(3 % ; 3,6 %)	Uniform fordeling
Markedsrisikopremie ("Steady state")	0,049	U(4 % ; 5 %)	Uniform fordeling
Egenkapitalbeta (Utgansbeta 2016)	1,237	0,1	Normalfordeling
Finansiell gjeldsdel ("Steady state")	0,5	U(48 % ; 52 %)	Uniform fordeling

Tabell 11.19 – Andre kritiske faktorer: Forventning, standardavvik og sannsynlighetsfordeling

Som tabellen viser, har den risikofrie renten en uniform fordeling mellom 3,0 % og 3,6 %. Markedsrisikopremien har en uniform fordeling mellom 4 % og 5 %, mens finansiell gjeldsdel har en uniform fordeling mellom 48 % og 52 %. Egenkapitalbetaen antas å være normalfordelt med en forventningsverdi på 1,237 og et standardavvik på 0,1.

Korrelasjon mellom driverne

Før vi kan gå videre til simuleringen, er det viktig å sjekke for korrelasjon mellom driverne (Damodaran, 2012, s. 910). Korrelert trekning innebærer at utfallet av de andre trekningene påvirker utfallet av en eller flere andre trekninger. Enkelte korrelasjoner kan ha en økonomisk eller annen empirisk forklaring. På den annen side kan det også være korrelasjoner som ikke har økonomisk forklaring. Når det er sterke korrelasjoner uten økonomisk forklaring, bør disse ekskluderes fra modellen. Damodaran (2012) viser til to metoder å gjøre dette på; man kan enten velge å benytte kun én av de to driverne og dermed unngå korrelerte trekninger. Den andre metoden er å bygge korrelasjonene inn i modellen. Vi har valgt å benytte sistnevnte metode, ettersom vi ikke ønsker å utelate noen av driverne. Korrelasjoner bygges derfor inn i Crystal Ball-simuleringen. Følgende korrelasjoner er identifisert:

Netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler

Rema 1000 har en negativ korrelasjon mellom *netto driftsmargin* (ndm) og *omløpet til netto driftseiendeler* (onde) på -0,66 gjennom analyseperioden. Dette tyder på at dersom Rema 1000 vil øke netto driftsmargin, vil dette gå på bekostning av omløpet til netto driftseiendeler. Dette svarer til våre forventninger. En korrelasjonskoeffisient på -0,66 anses å være relativt høy. Vi anser likevel dette som rimelig. Viser her til vår diskusjon i kapittel 8. Det forutsettes derfor også en sterk negativ korrelasjon på -0,6 i fremtiden.

Netto driftsmargin og finansiell gjeldsdel (gearing)

Videre er det en positiv korrelasjon mellom *netto driftsmargin* (ndm) og *gearing* (fgd) på 0,998 over analyseperioden. Dette kan tyde på at virksomheter med høy driftsmargin kan ta høyere finansiell risiko og altså øke finansiell gearing (Knivsflå, 2017, F18, s. 56). Denne forutsettes også å ha en positiv korrelasjon fremover. Denne antas imidlertid å være mindre enn 0,998, og fastsettes skjønnsmessig til 0,7.

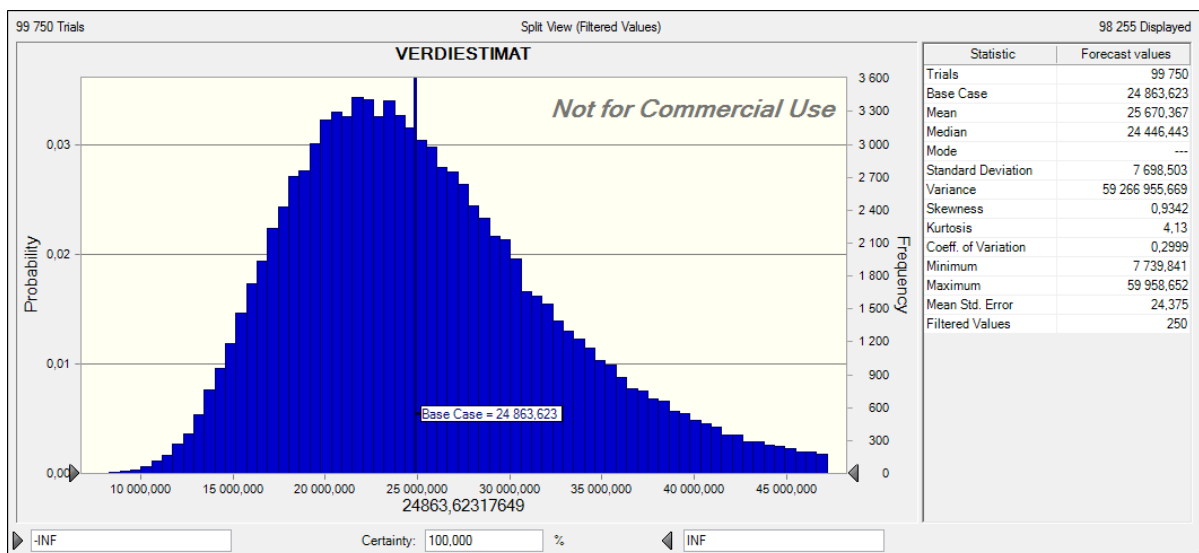
Driftsinntektsvekst og markedsrisikopremien

Avslutningsvis legges det også til grunn en korrelasjon mellom *driftsinntektsvekst* (div_T) og *markedsrisikopremien* (mrp) i «steady state» på 0,2. Begrunnelsen for dette er dersom det er

høy økonomisk vekst, så vil alternativkostnaden for kapitalbruk være høy, og derfor også avkastningskravet være høyt (Knivsflå, 2017, F18, s. 59). Ved å anta en positiv korrelasjon mellom div_T og mrp tas det høyde for forutsetningen om at høy økonomisk vekst gir et høyt avkastningskrav. Vi legger her til grunn en positiv korrelasjon på 0,2.

Resultat fra simuleringsanalysen

Usikkerheten rundt den estimerte verdien til Rema 1000 analyseres ved hjelp av en Monte Carlo-simulering. Simuleringen gjennomføres i programvaren Crystal Ball. Det er her utført 100 000 treknings for å få et tilstrekkelig stort utvalg. For å filtrere bort eventuelle ekstreme verdier, er det lagt inn en nedre og en øvre grense i simuleringen. Den nedre grensen er satt til 0. Begrunnelsen for dette, er at dersom selskapet går konkurs, vil eierne ha begrenset ansvar. Øvre grense er satt basert på en skjønsmessig vurdering. Denne settes til 60 000. Figur 11.20 viser resultatet fra Monte Carlo simuleringen gjennomført i Crystal Ball.



Figur 11.20 – Resultat av Monte Carlo-simulering

«Base case» representerer verdiestimatet av egenkapitalen til Rema 1000. Som figuren viser, har vi nå fått en fordeling rundt verdiestimatet heller enn et punkttestimat. I tillegg til å si noe om forventet verdi, sier simuleringen også noe om det mulige *intervallet* verdiestimatet kan ligge innenfor. Dette gjelder for både gode og negative scenarier. Vi ser videre at simuleringen gir null konkurssannsynlighet. Dette antas likevel rimelig, ettersom vi allerede har tatt hensyn til konkurssannsynligheten, både ved syntetisk rating og i delkapittel 11.5.1.

Det prosentvise standardavviket («coefficient of variation») er estimert til omtrent 30 %. Koeffisienten beskriver forholdet mellom standardavviket til verdiestimatet og det

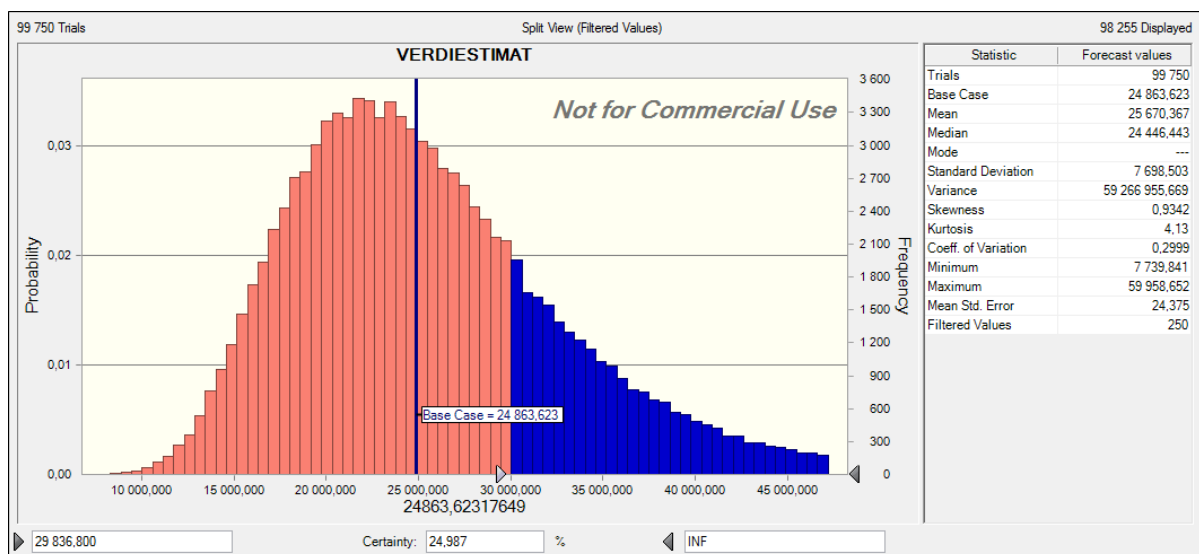
gjennomsnittlige verdiestimatet. En variasjonskoeffisient på 30 % bekrefter antagelsen om at det er betydelig usikkerhet knyttet til verdiestimatet.

Som figuren viser, er det estimert et gjennomsnittlig verdiestimat («mean») på omtrent 25 670 MNOK. Verdiestimatet på 24 864 MNOK ligger dermed noe under gjennomsnittsverdien fra simuleringen. Det høye gjennomsnittet følger av en skjevhet til høyre («skewness»). Perfekt normalfordeling har en verdi på 0 (Keller, 2008, s. 36). Som vi ser av figur 11.20, har vi imidlertid en skjevhet på 0,9342. Dette illustreres også tydelig av den grafiske fremstillingen over, hvor det største antallet verdier ligger til høyre for medianen.

Kurtose («kurtosis») refererer til om sannsynlighetsfordelingen er «flat» eller spredt ut på begge sider av gjennomsnittet, eller om fordelingen er «spiss» hvor de fleste verdiene er sentrert rundt gjennomsnittet. For normalfordeling, vil kurtoseverdien være 3 (Keller, 2008, s. 37). Simuleringen viser at vi har en kurtose på 4,13, noe som betyr at det er større sannsynlighet for ekstreme tilfeller enn ved normalfordeling.

Oppsidepotensiale og nedsiderisiko

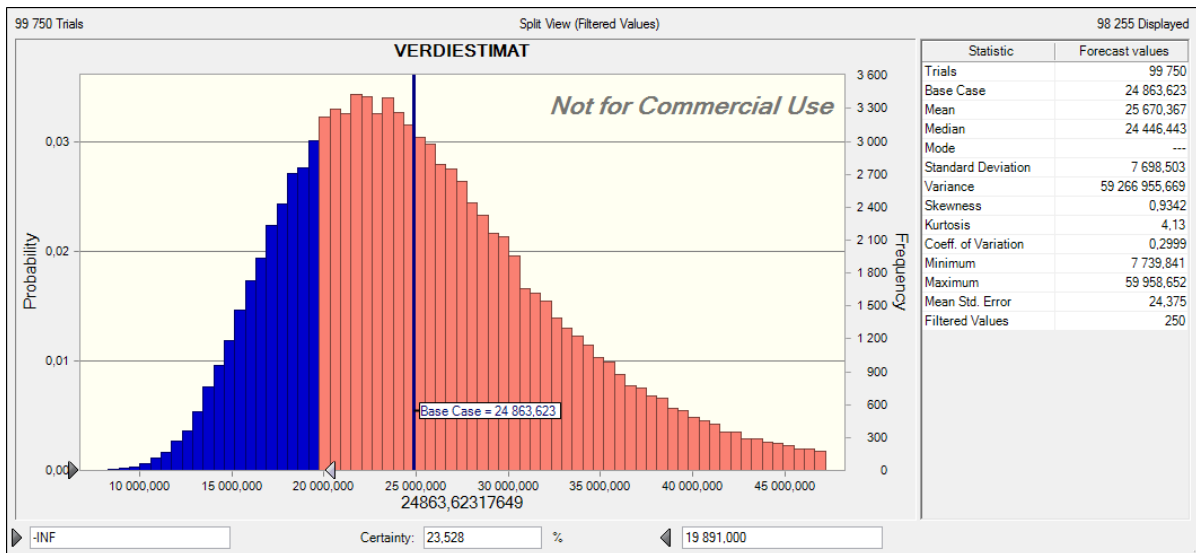
Videre vil vi se på sannsynligheten for at verdiestimatet vil ligge over eller under en gitt verdi. Vi setter denne grensen til +/- 20 % av verdiestimatet. Oppsidepotensialet sier noe om sannsynligheten for at verdiestimatet er høyere enn 120 % av verdiestimatet på 24 864 MNOK – altså at verdiestimatet er høyere enn 29 837 MNOK. Figur 11.21 viser resultatet:



Figur 11.21 – Oppsidepotensiale for verdiestimatet

Det blå feltet til høyre i figuren over viser oppsidepotensialet. Som figuren viser, er det omtrent 25 % sannsynlighet for at verdiestimatet er høyere enn 29 837 MNOK.

Nedsiderisiko sier noe om sannsynligheten for at verdiestimatet er lavere enn 80 % av verdiestimatet på 24 864 MNOK – altså at verdiestimatet er lavere enn 19 891 MNOK. Figuren under viser resultatet:



Figur 11.22 – Nedsiderisiko for verdiestimatet

Det blå feltet til venstre i figuren viser nedsiderisikoen. Som figuren viser, er det 23,5 % sannsynlighet for at verdien er lavere enn 19 891 MNOK. Det er altså større sannsynlighet for at verdien er over 120 % av verdiestimatet enn at det er under 80 % av verdiestimatet.

11.5.3 Sensitivitetsanalyse

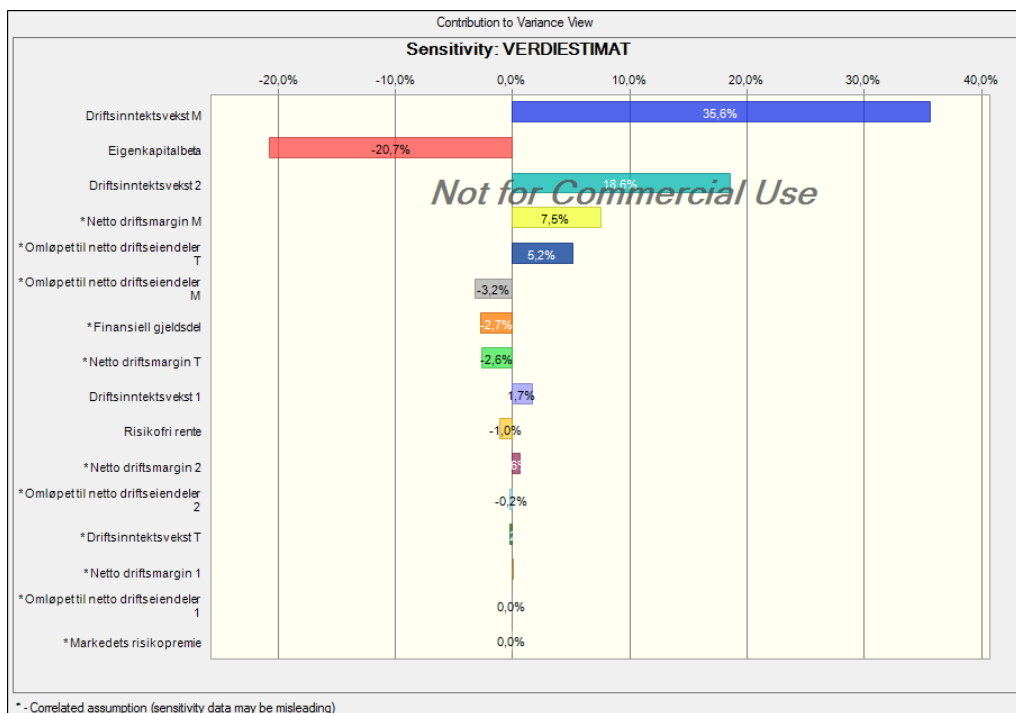
En sensitivitetsanalyse søker å synliggjøre usikkerhet ved å *endre* på kritiske budsjett og verdidrivere og illustrere hvordan dette slår ut i verdiestimatet (Knivsflå, 2017, F18, s. 27). Crystal Ball har også ulike verktøy for å analysere sensitivitet. En mulighet er å benytte en vanlig sensitivitetsanalyse innenfor de spesifiserte forutsetningene. En annen mulighet, er å benytte en variasjonsanalyse hvor man analyserer hvor stor del av variasjonen til verdiestimatet som skyldes variasjon i den enkelte usikre variabelen (Knivsflå, 2017, F18, s. 74). I det kommende vil vi benytte sistnevnte alternativ, nemlig variasjonsanalyse.

Figuren under viser i hvor stor grad hver av budsjett- og verdidriveren bidrar til å forklare den totale variasjonen i verdiestimatet:

Kritiske faktorer	Variasjon i verdiestimatet
Driftsinntektsvekst år M (2022)	35,62 %
Eigenkapitalbeta	20,72 %
Driftsinntektsvekst år 2 (2018)	18,60 %
Netto driftsmargin år M (2022)	7,54 %
Omløpet til netto driftseiendeler år T ("Steady state")	5,19 %
Omløpet til netto driftseiendeler år M (2022)	3,16 %
Netto driftsmargin år T ("Steady state")	2,67 %
Finansiell gjeldsdel	2,65 %
Driftsinntektsvekst år 1 (2017)	1,66 %
Risikofri rente	1,05 %
Netto driftsmargin år 2 (2018)	0,63 %
Omløpet til netto driftseiendeler år 2 (2018)	0,23 %
Driftsinntektsvekst år T ("Steady state")	0,18 %
Netto driftsmargin år 1 (2017)	0,07 %
Omløpet til netto driftseiendeler år 1 (2017)	0,02 %
Markedets risikopremie	0,01 %

Tabell 11.23 – Forklaring av variasjon i verdiestimatet

Dette kan også illustreres ved hjelp av diagrammet under:



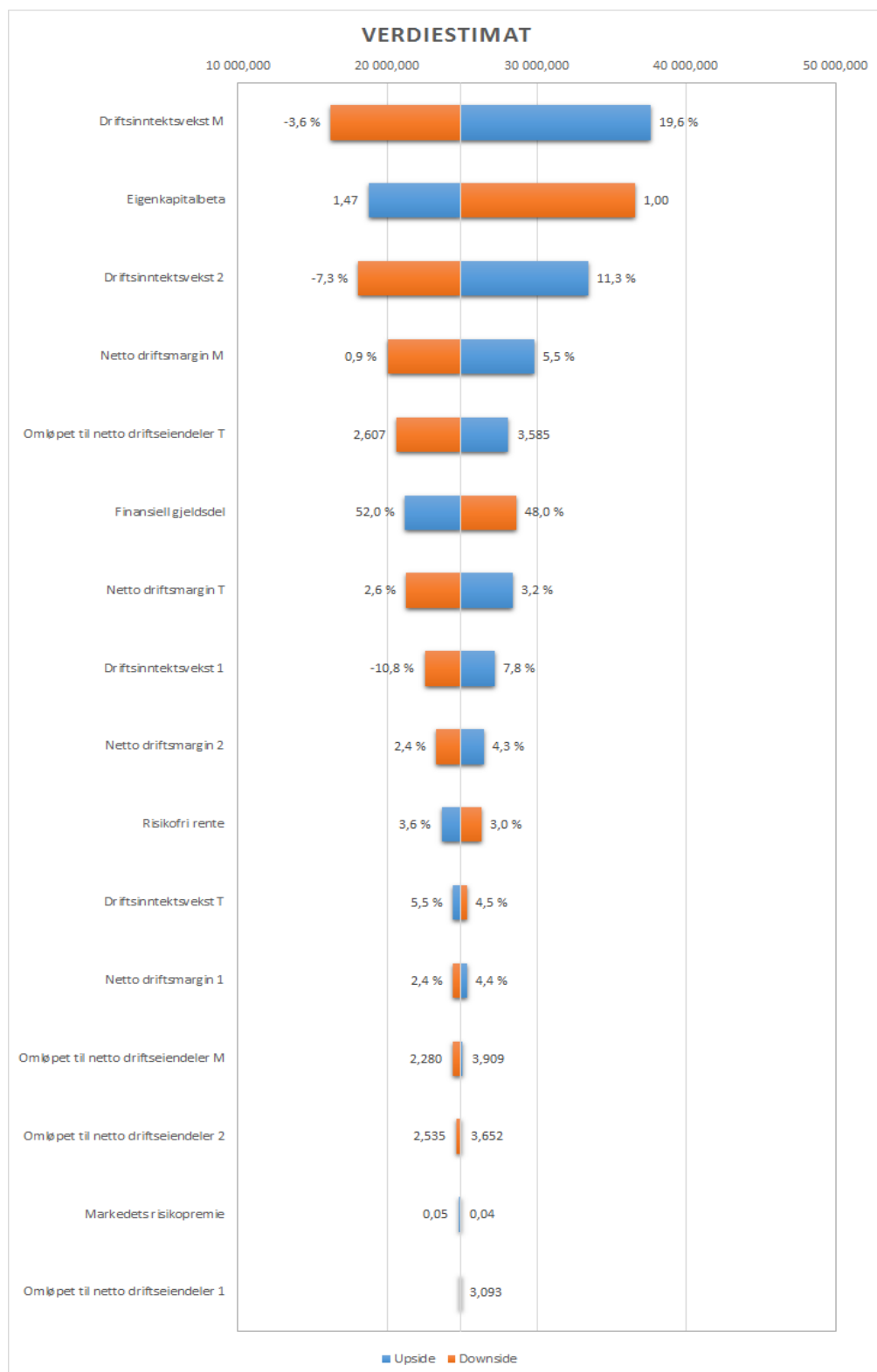
Tabell 11.24 – Forklaring av variasjon i verdiestimatet

Som vi ser av tabell 11.23 og 11.24, er verdiestimatet til Rema 1000 mest følsom for endringer i *driftsinntektsvekst i budsjettpunkt M (2022)*, *egenkapitalbeta* og *driftsinntektsvekst i budsjettpunkt 2 (2018)*.

Driftsinntektsvekst i budsjettpunkt M (2022) bidrar altså i størst grad til å forklare den totale variasjonen i verdiestimatet. Denne driveren står for hele 35,6 % av variasjonen rundt verdiestimatet. Sammenlignet med *driftsinntektsvekst i år 1, år 2* og «*steady state*» er det fornuftig at denne driveren forklarer en større del av variasjonen, ettersom vi har antatt større standardavvik på mellomlang sikt enn på kort og lang sikt. I kapittel 9.3.1 har vi påpekt usikkerheten knyttet til budsjettering av div i budsjettpunkt M. Dette er altså konsistent med overnevnte diskusjon.

Videre står *egenkapitalbetaen* for 20,7 % av variasjonen i verdiestimatet. Dette svarer også til våre forventninger, ettersom egenkapitalbetaen direkte påvirker egenkapitalkravet. Vi ser også at *omløpet til netto driftseiendeler* i stor grad står for variasjonen i verdiestimatet. Driveren i «*steady state*» og på mellomlang sikt (budsjettpunkt M) bidrar i større grad til variasjonen i verdiestimatet enn det driftsinntektsveksten gjør på kort sikt (år 1 og år 2). Også dette har sammenheng med at det er antatt større usikkerhet på mellomlang og lang sikt. Det samme gjelder for *netto driftsmargin*, hvor driveren på mellomlang sikt i større grad bidrar til usikkerhet i det endelige verdiestimatet enn på kort- og lang sikt.

Ved hjelp av en Tornadoanalyse i Crystal ball, kan vi videre illustrere hvilken påvirkning endringer i disse budsjett- og verdidriverne vil ha på det endelige verdiestimatet. Dette er presentert i diagrammet på neste side, figur 11.25:



Figur 11.25 – Tornadoanalyse

Som figuren illustrerer, er variablene presentert øverst i diagrammet de driverne som står for størst variabilitet i verdiestimatet. Figuren viser også utfallet av endringer i driverne på verdiestimatet. Dersom eksempelvis driftsinntektsvekst er 19,6 % i budsjettpunk M i stedet for 8 % som den er estimert til å være, vil verdiestimatet øke fra 24 000 MNOK til omtrent 37

000 MNOK. I motsatt fall, dersom driftsinntektsvekst er -3,6 % i budsjettpunkt M, vil verdiestimatet synke til omtrent 16 000 MNOK. Dette synliggjør usikkerheten knyttet til budsjetteringen, og dermed også til verdiestimatet.

11.6 Oppsummering av verdiestimat og usikkerhet

Basert på fremtidsregnskapet i kapittel 9 og fremtidskravene i kapittel 10, har vi i dette kapitlet utarbeidet et verdiestimat på egenkapitalen til Rema 1000 i 2016. Det første verdiestimatet beregnes ved å benytte ulike modeller innenfor egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Det ble da benyttet budsjetterte vektorer. Etter gjennomføring av en konvergeringsprosess, ble verdiestimatet av egenkapitalen til Rema 1000 24 864 MNOK per 31.12.2016. Med 1000 aksjer gir dette en verdi per aksje på 24,864 MNOK. Dette gir som nevnt i kapittel 11.4.2 et pris/bok-forhold på 3,6, noe som underbygger antagelsen om en varig strategisk fordel. Vi viser her til kapittel 13, hvor vi går nærmere inn på hvilke merverdier som er bygget inn i verdiestimatet.

Det er likevel knyttet usikkerhet til verdiestimatet. For å analysere denne usikkerheten, har vi gjennomført analyse av konkurrisiko, simuleringsanalyse og sensitivitetsanalyse. Dersom vi tar hensyn til konkurssannsynlighet, får vi et verdiestimat per aksje på 24,789 MNOK. Simuleringsanalysen avdekket videre at verdiestimatet har et årlig prosentvis standardavvik på omtrent 30 %, noe som bekrefter usikkerheten knyttet til verdiestimatet. Avslutningsvis viser sensitivitetsanalysen at verdiestimatet er særlig sensitivt for endringer i driftsinntektsvekst på mellomlang sikt, egenkapitalbeta og driftsinntektsvekst på kort sikt.

12. Supplerende verdivurdering

Som beskrevet i kapittel 3, er det to supplerende verdsettelsesmetoder i tillegg til fundamental verdsettelse, nemlig *komparativ-* og *opsjonsbasert verdsettelse* (Damodaran, 2012, s. 453). Vi har også nevnt at metodene ikke er gjensidig utelukkende, man kan benyttes som supplementer for å komme frem til et samlet verdiestimat. Som vist i det foregående kapitlet, inneholder det fundamentale verdiestimatet usikkerhet. Å benytte en supplerende verdsettelsesmetode vil dermed kunne gi ytterligere presisjon i det endelige verdiestimatet av egenkapitalen til Rema 1000.

Kaldestad og Møller (2016) anser opsjonsbasert verdsettelse å tilføre lite verdi i bransjer som er stabile og modne. Kaldestad og Møller viser til tradisjonelle handelselskaper og produsenter av vanlige forbruksvarer å havne i denne kategorien (Kaldestad og Møller, 2016, s. 265). Opsjonsbasert verdsettelse anses dermed som lite hensiktsmessig som supplerende verdsettelsesmetode for Rema 1000.

Ettersom de fremtidige merverdiene til Rema 1000 hovedsakelig skyldes en bransjefordel, vil vi derfor gjennomføre en supplerende verdsettelse ved hjelp av *komparativ verdsettelse*. Innenfor komparativ verdsettelse, er det som nevnt i kapittel 3.2 to modeller som kan benyttes, herunder *multiplikatormodellen* og *substansverdimodellen*. Substansverdimodellen anses å være minst egnet ved verdsettelse av tradisjonelle virksomheter, ettersom den sannsynligvis vil undervurdere verdiene (Kaldestad og Møller, 2016, s. 245). Vi vil derfor benytte multiplikatormodellen som supplerende verdsettelsesmetode. Det gis først en kort introduksjon til multiplikatormodellen, før vi diskuterer valg av multipler. Avslutningsvis benyttes disse for å komme frem til et supplerende verdiestimat av egenkapitalen til Rema 1000.

Vi har i kapittel 11 trukket frem Damodaran (2012), Petersen mfl. (2017), og Penman (2013) som nyttig tillegglitteratur. Denne litteraturen benyttes også i den supplerende verdsettelsen. Videre benyttes også Kaldestad og Møller (2016).

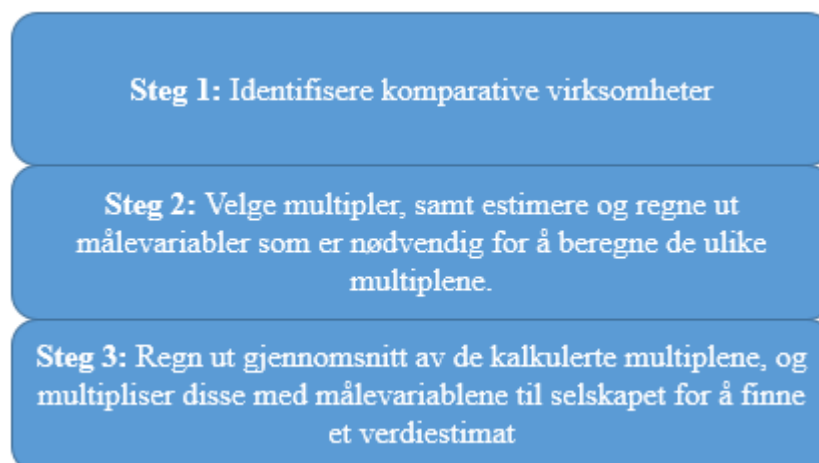
12.1 Multiplikatormodellen

Multiplikatormodellen er en markedsbasert tilnærming, hvor man verdsetter basert på den relative prisingen av sammenlignbare selskaper. Dette er den mest vanlige

verdivurderingsmetoden benyttet i praksis og anses som en enkel og lite tidkrevende metode (Kaldestad og Møller, 2016, s. 226). Damodaran (2012) viser også til at generelt, vil denne typen modeller gi verdier som er nærmere markedsprisene enn kontantstrømbaserte tilnærminger (Damodaran, 2012, s. 454).

Metoden innebærer at egenkapitalen/selskapskapitalen til virksomheten sammenlignes relativt med egenkapitalen/selskapskapitalen til tilsvarende virksomheter i samme bransje (Petersen mfl., 2017, s. 318). Det er altså to metoder innenfor multiplikatormodellen: Egenkapitalmetoden (EK-metoden) og selskapskapitalmetoden (SK-metoden). EK-metoden innebærer en direkte verdsettelse av egenkapitalen, mens SK-metoden innebærer en indirekte verdsettelse av egenkapitalen. I denne utredningen benyttes kun SK-metoden, ettersom EK-metoden krever justering for ulikheter i kapitalstruktur (Knivsflå, 2017, F21, s 47-49).

I følge Penman (2013, s. 76) følger en komparativ verdsettelse etter multiplikatormodellen følgende steg:



Figur 12.1 – Steg i komparativ verdsettelse etter multiplikatormodellen

I de følgende delkapitlene gjennomgås denne prosessen steg for steg.

12.1.1 Komparative virksomheter

Tidligere i utredningen har vi benyttet NorgesGruppen og Coop som sammenlignbare virksomheter. I en komparativ verdsettelse bør imidlertid de komparative virksomhetene være børsnotert (Kaldestad og Møller, 2016, s. 223). Ettersom hverken NorgesGruppen eller Coop er børsnoterte, må vi derfor finne alternative virksomheter som kan benyttes.

I utgangspunktet ønsket vi å finne tilsvarende dagligvarekjeder som er børsnotert i utlandet. Dette viste seg imidlertid å være en utfordring. Vi vurderte Lidl og Aldi, men disse er ikke børsnotert. Vi vurderte også Walmart, men valget falt på Europris, Orkla og Carrefour. Årsaken til dette er at ettersom Walmart er amerikansk, har vi svært lite kjennskap til hverken markedet eller makroforhold. I tillegg befinner denne dagligvarekjeden seg i flere land, og er dermed ekstremt stor sammenlignet med Rema 1000. Europris og Orkla er riktignok ikke dagligvarekjeder, men Europris anses å operere innenfor lavpris i handel og har innspill av dagligvarer i sine butikker. Videre er Orkla en ledende leverandør til dagligvarehandelen. Begge virksomhetene er i tillegg norske, og vil derfor kunne påvirkes av de samme markedsforholdene som påvirker Rema 1000. Carrefour er en europeisk kjede, og tas med for å ha en ren dagligvarekjede i vårt utvalg av komparative virksomheter. Vi har altså utvidet bransjedefinisjonen, slik at de komparative virksomhetene nå inkluderer handel i en vid forstand. Til tross for at dette ikke er helt sammenlignbart, anser vi dette likevel som å være en bedre tilnærming enn å utelate supplerende verdsettelse.

12.1.2 Valg av multipler

Før vi kan estimere multipler/multiplikatorer for selskapet, må vi først velge *hvilke multipler* som skal benyttes. Generelt kan multipler deles i tre kategorier; resultat/kontantstrømorienterte multipler, balanseorienterte multipler og ikke-finansielle multipler. I praksis varierer det sterkt mellom ulike bransjer og hvilke multipler som benyttes, og det er ulike fordeler og ulemper knyttet til ulike multipler (Damodaran, 2012, s. 454). Vi benytter multiplikatorer av alle typer for å finne en verdi av egenkapitalen til Rema 1000. Vi benytter som sagt selskapskapitalmetode, da den er uavhengig av kapitalstruktur. Følgende fem multipler benyttes: EV/NDK, EV/NDR, EV/EBITDA, EV/DI og EV/Antall ansatte.

Pris/Bok (EV/NDK)

Pris/Bok er en balanseorientert multiplere som viser forholdet mellom markedsverdien til netto driftskapital og balanseført netto driftskapital (Damodaran, 2012, s. 532-533). Dersom multiplikatoren er høyere enn 1, vil det si at markedet forventer at eiendelene til virksomheten skaper merverdier. Dersom den er lavere enn 1, vil det dermed forventes at virksomheten ødelegger verdier for eierne og at det finnes bedre alternativ for pengeplassering. EV/NDK er en mye benyttet multiplere. Ved bruk av selskapskapitalmetoden ser formelen slik ut:

$$\frac{EV}{NDK} = \frac{\text{Markedsverdi av netto driftskapital}}{\text{Balanseført netto driftskapital}}$$

Pris/Fortjeneste (EV/NDR)

Pris/Fortjeneste er en resultat- og kontantstrømorientert multippel som viser forholdet mellom markedsverdien av netto driftskapital og evnen virksomheten har til å skape inntekter. Til tross for at metoden har sine ulemper, er dette en svært populær multippel benyttet i praksis. EV/NDR anses som en nyttig multippel for selskaper som har nådd en moden vekstfase (Kaldestad og Møller, 2016, s. 228). Viser til vår diskusjon i kapittel 3.4, hvor vi anser Rema 1000 å ha nådd en moden vekstfase. EV/NDR anses derfor som nyttig multippel for vårt formål.

Den største ulempen med EV/NDR, er at denne påvirkes av selskapets finansieringsgrad. Dette vil føre til at to selskaper med samme verdi fra driften likevel kan ha forskjellig EV/NDR dersom de har ulik gjeldsgrad eller lånebetingelser. Denne ulempen vil imidlertid unngås ved å benytte selskapskapitalmetoden (Kaldestad og Møller, 2016, s. 229). EV/NDR benyttes som sekundærmultippel. Høy EV/NDR kan tyde på at virksomheten kan være overvurdert, og dermed undervurdert ved motsatt tilfelle. Formelen nedenfor viser utregning av EV/NDR ved bruk av selskapskapitalmetoden:

$$\frac{EV}{NDR} = \frac{\text{Markedsverdi av netto driftskapital}}{\text{Netto driftsresultat}}$$

EV/EBITDA

EV/EBITDA er en resultat- og kontantstrømorientert multippel. EV/EBITDA er en nyttig multippel i de fleste sammenhenger og gjør det mulig å sammenligne den underliggende driften på selskapene uten påvirkning av forskjeller i avskrivning og renter. Ulempen med metoden, er at den ignorerer viktige elementer som forskjeller i risiko og fremtidig investeringsbehov. Denne må derfor brukes kombinert med andre multipler for å kompensere for at investeringsbehovet ignoreres (Kaldestad og Møller, 2016, s. 231-232). Formelen under viser EV/EBITDA-multippelen ved selskapskapitalmetoden:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi av netto driftskapital}}{\text{Driftsresultat før renter, skatt, avskrivning og nedskrivning}}$$

EV/DI

EV/DI er en resultat- og kontantstrømorientert multipl. Multiplene forteller noe om effektivitet, dersom kostnadsstrukturen er kjent. Multiplikatoren gir på en annen side en veldig grov sammenligning, som ikke tar hensyn til at selskapene har ulike marginer. EV/DI benyttes derfor også som en sekundær multipl. Formelen for EV/DI etter selskapskapitalmetoden uttrykkes som følger:

$$\frac{EV}{DI} = \frac{\text{Markedsverdi av netto driftskapital}}{\text{Driftsinntekter}}$$

EV/Ansatte

EV/Antall ansatte er en ikke-finansiell multipl, som sier noe om verdiskapning per ansatt. Ansatte bidrar til å skape verdier i en virksomhet. I tillegg vil antall ansatte kunne gjenspeile størrelsen av en virksomhet. En slik multipl vil dermed kunne benyttes til tross for ulikheter i virksomhetene. Selv om det nødvendigvis ikke er tilstrekkelig sammenligningsgrunnlag mellom virksomhetene vi har valgt, tar vi hensyn til dette ved vektning av de ulike estimatene avslutningsvis. EV/Ansatte uttrykkes som følger:

$$\frac{EV}{\text{Ansatte}} = \frac{\text{Markedsverdi av netto driftskapital}}{\text{Antall ansatte}}$$

12.1.3 Beregning av multipler og verdierestimat

Ettersom vi ikke har foretatt omgruppering og justering av de komparative virksomhetene, benyttes bokførte verdier i de kommende beregningene. Det samme gjelder for Rema 1000. Dette gjøres for å øke sammenlignbarheten mellom virksomhetene. Vi foretar likevel en grov omgruppering mellom netto driftseiendeler, netto finansiell gjeld, egenkapital og minoritet. Aksjekursen er hentet fra den respektive børs med dato 30.12.16. For å beregne de ulike multiplene, må vi først finne markedsverdi av nettodriftskapital. Denne beregnes med utgangspunkt i markedsverdien av egenkapitalen til de komparative virksomhetene. Det forutsettes videre at verdi netto finansiell gjeld og minoritet tilsvarer bokførte verdier. Se beregningene i tabell 12.2:

Verdi NDK (MNOK)	Europris	Orkla	Carrefour (EUR)
Aksjekurs pr. 30.12.16	36,90	78,20	22,89
* Utestående aksjer	167	1 019	679
= Børsverdi egenkapital	6 161	79 680	15 550
+ Balanseført NFG	965	8 357	6 990
+ Balanseført MI	0	402	1 582
= Verdiestimat NDK	7 126	88 439	24 122
/ Bokført NDK	2 673	42 233	18 998
Multiplikator	2,666	2,094	1,270

Tabell 12.2 – Beregning verdi NDK og multiplikator

I tabell 12.2 har vi også beregnet en multipl, som benyttes for å finne et verdiestimat på netto driftskapital til Rema 1000. Denne verdien benyttes videre i telleren ved utregning av de fem multiplene. Dette gjør at Rema 1000 også er med i gjennomsnittet, noe som vil bidra til å oppnå et mer rimelig og stabilt komparativt verdiestimat. Se beregning i tabell 12.3:

Verdi NDK (MNOK)	Rema 1000
Multiplikator snitt	2,010
Bokført NDK	8 842
Verdiestimat NDK	17 771

Tabell 12.3 – Beregning verdi NDK Rema 1000

Videre viser tabell 12.4 en oversikt over bokførte verdier som benyttes til utregning av de ulike multiplene. Tallene til Carrefour er for øvrig oppgitt i millioner EUR. Dette får ingen betydning ettersom multiplene ville blitt de samme dersom vi omregnet disse til NOK. Tallene er hentet fra de respektive årsrapportene for 2016.

	Rema 1000	Europris	Orkla	Carrefour
Driftsinntekter	53 990	5 085	37 758	78 774
Antall ansatte	3 011	2 319	16 552	384 151
EBITDA	2 865	665	5 062	3 886
Netto driftsresultat	2 298	590	3 916	2 351
Egenkapital	7 002	1 708	33 474	10 426
Minoritetsinteresser	107	0	402	1 582
Netto finansiell gjeld	1 733	965	8 357	6 990
Netto driftskapital	8 842	2 673	42 233	18 998

Tabell 12.4 – Bokførte verdier

Videre har vi beregnet de ulike multiplikatorene basert på formlene som ble gjennomgått i delkapittel 12.1.2. Se oppsummering i tabell 12.5:

	EV/NDK	EV/NDR	EV/EBITDA	EV/DI	EV/Ansatte
Rema 1000	2,010	7,733	6,203	0,329	5,902
Europris	2,666	12,078	10,714	1,401	3,073
Orkla	2,094	22,584	17,471	2,342	5,343
Carrefour	1,270	10,260	6,207	0,306	0,063
Gjennomsnitt	2,010	13,164	10,149	1,095	3,595

Tabell 12.5 – Multiplikatorverdier

Som vi ser har de tre norske selskapene et relativt likt EV/NDK-forhold på over 2. Dette er dermed er høyere enn snittet på Oslo Børs. Når det gjelder EV/NDR og EV/EBITDA ligger Rema 1000 lavere enn de andre virksomhetene. Et lavt EV/NDR-forhold kan som nevnt indikere at verdien av Rema 1000 er undervurdert, noe som ikke nødvendigvis er en ulempe. Dette kan også skyldes at vi benytter ujusterte tall. I kapittel 11 beregnet vi for øvrig verdien på NDK til å være 34 094 MNOK, noe som er vesentlig høyere enn verdien beregnet i dette kapitlet. I den kommende beregningen av det komparative verdiestimatet, benyttes gjennomsnittsverdien av de ulike multipliktorene som utgangspunkt.

12.2 Verdiestimat ved bruk av komparativ verdsettelse

Verdien av egenkapitalen beregnes indirekte ved å ta utgangspunkt i virkelig verdi av netto driftskapital, samt de ulike multipliktorene som er beregnet i forrige delkapittel. I tabellene under presenteres de ulike estimatene av egenkapitalverdien til Rema 1000.

EV/NDK (MNOK)	Rema 1000	Europris	Orkla	Carrefour
Verdiestimat NDK	17 771	7 126	88 439	24 122
/ Bokført verdi NDK	8 842	2 673	42 233	18 998
= EV/NDK-multiplikator	2,010	2,666	2,094	1,270
Gjennomsnitt	2,010			
NDK Rema 1000	8 842			
* EV/NDK-multiplikator	2,010			
= Verdi NDK	17 771			
- MI	107			
- NFG	1 733			
= Verdiestimat EK	15 931			
/ Utestående aksjer	1 000			
= Verdi per aksje	15,931			

Tabell 12.6 – Verdiestimat ved bruk av EV/NDK-multiplikator

EV/NDR (MNOK)	Rema 1000	Europris	Orkla	Carrefour
Verdiestimat NDK	17 771	7 126	88 439	24 122
/ Netto driftsresultat	2 298	590	3 916	2 351
= EV/NDR-multiplikator	7,733	12,078	22,584	10,260
Gjennomsnitt	13,164			
NDR Rema 1000	2 298			
* EV/NDR-multiplikator	13,164			
= Verdi NDK	30 251			
- MI	107			
- NFG	1 733			
= Verdiestimat EK	28 411			
/ Utestående aksjer	1 000			
= Verdi per aksje	28,411			

Tabell 12.7 – Verdiestimat ved bruk av EV/NDR-multiplikator

EV/EBITDA (MNOK)	Rema 1000	Europris	Orkla	Carrefour
Verdiestimat NDK	17 771	7 126	88 439	24 122
/ EBITDA	2 865	665	5 062	3 886
= EV/EBITDA-multiplikator	6,203	10,714	17,471	6,207
Gjennomsnitt	10,149			
EBITDA Rema 1000	2 865			
* EV/EBITDA-multiplikator	10,149			
= Verdi NDK	29 077			
- MI	107			
- NFG	1 733			
= Verdiestimat EK	27 237			
/ Utestående aksjer	1 000			
= Verdi per aksje	27,237			

Tabell 12.8 – Verdiestimat ved bruk av EV/EBITDA-multiplikator

EV/DI (MNOK)	Rema 1000	Europris	Orkla	Carrefour
Verdiestimat NDK	17 771	7 126	88 439	24 122
/ DI	53 990	5 085	37 758	78 774
= EV/DI-multiplikator	0,329	1,401	2,342	0,306
Gjennomsnitt	1,095			
DI Rema 1000	53 990			
* EV/DI-multiplikator	1,095			
= Verdi NDK	59 104			
- MI	107			
- NFG	1 733			
= Verdiestimat EK	57 264			
/ Utestående aksjer	1 000			
= Verdi per aksje	57,264			

Tabell 12.9 – Verdiestimat ved bruk av EV/DI-multiplikator

EV/Ansatte (MNOK)	Rema 1000	Europris	Orkla	Carrefour
Verdiestimat NDK	17 771	7 126	88 439	24 122
/ Antall ansatte	3 011	2 319	16 552	384 151
= EV/Ansatte-multiplikator	5,902	3,073	5,343	0,063
Gjennomsnitt	3,595			
Antall ansatte Rema 1000	3 011			
* EV/Ansatte-multiplikator	3,595			
= Verdi NDK	10 825			
- MI	107			
- NFG	1 733			
= Verdiestimat EK	8 985			
/ Utestående aksjer	1 000			
= Verdi per aksje	8,985			

Tabell 12.10 – Verdiestimat ved bruk av EV/Ansatte-multiplikator

Som vi ser i tabellene over, gir de ulike beregningene svært ulike verdiestimater. Disse varierer fra 8,985 MNOK til 57,264 MNOK. Ved utregning av det endelige komparative verdiestimatet, vektet dermed de fem estimatene ulikt. EV/DI og EV/Ansatte vektet med 10 % hver. Begge disse bør benyttes sammen med andre metoder, særlig i vårt tilfelle når det er såpass stor forskjell mellom selskapene. EV/NDK-estimatet vektlegges 30 %, ettersom dette vil stabilisere det totale estimatet. De to siste resultat- og kontantstrømorienterte multiplikatorene, EV/NDR og EV/EBITDA, vektlegges likt med 25 % hver. Se tabell 12.11 for oversikt over de ulike verdiestimatene, samt utregning av det vektete verdiestimatet:

Oppsummering	Vekt li per aksje	
EV/NDK	30 %	15,931
EV/NDR	25 %	28,411
EV/EBITDA	25 %	27,237
EV/DI	10 %	57,264
EV/Antall ansatte	10 %	8,985
Verdiestimat	100 %	24,418

Tabell 12.11 – Endelig verdiestimat ved komparativ verdsettelse

Med utgangspunkt i vekting av de ulike estimatene fra multiplikatorene, får vi et verdiestimat per aksje på 24,418 MNOK for Rema 1000. Dette er noe lavere enn det fundamentale, konkursjusterte estimatet på 24,789 MNOK per aksje. Estimatene er likevel relativt nære, noe som henger sammen med at Rema 1000 hovedsakelig har en bransjefordel. Verdiestimatene benyttes i kapittel 13, hvor endelig konklusjon for oppgaven presenteres.

13. Oppsummering og konklusjon

Formålet med masterutredningen har vært å estimere verdien av egenkapitalen til Rema 1000 per 31.12.16. Hovedteknikken for verdsettelsen er fundamental verdsettelse. Denne ble supplert med komparativ verdsettelse, hvor vi benyttet multiplikatormodellen.

Innledningsvis presenterte vi dagligvarebransjen og Rema 1000. Videre gjennomførte vi en kvalitativ strategisk analyse for å identifisere en eventuell strategisk fordel. Videre ble den strategiske fordelen kvantifisert ved hjelp av analyse av kredittrisiko og lønnsomhet. Vi benyttet her omgrupperte og justerte regnskapstall for Rema 1000 og bransjen. Både den kvalitative og den kvantitative analysen viste at Rema 1000 har en stor strategisk fordel over analyseperioden. Med denne innsikten var vi i stand til å utarbeide et fremtidsregnskap, basert på en antagelse om en varig strategisk fordel.

Ved å diskontere fremtidsregnskapet med estimerte fremtidskrav, kom vi frem til et fundamentalt verdiestimat på egenkapitalen på 24 864 MNOK. Med en beholdning på 1000 aksjer resulterer dette i en verdi på 24,864 MNOK per aksje den 31.12.16. Denne verdien gav et pris/bok-forhold på 3,6, noe som underbygger antagelsen om en varig strategisk fordel. Den strategiske fordelen kommer av at det ligger betydelige merverdier i verdiestimatet. Disse merverdiene ble identifisert i både den kvantitative og den kvalitative analysen av strategisk fordel. I analysen ble det avdekket at Rema 1000 har hatt en stor strategisk fordel fra drift over analyseperioden, med et gjennomsnitt på 5,8 %. Denne fordelen består av en *moderat bransjefordel* og en *moderat ressursfordel*. Kildene til fordelen er vurdert i den kvalitative strategiske analysen i kapittel 4 og den kvantitative regnskapsanalysen i kapittel 8.

I analysen av bransjefordel, ser vi at en vesentlig del av merverdiene stammer fra markedsstrukturen i bransjen (oligopol). I tillegg foreligger det høye etableringsbarrierer og få reelle substitutter, noe som gjør at det er begrenset ytre konkurransepress. Disse forholdene kan indikere at bransjefordelen er stor, men grunnet høy konkurranse internt i bransjen konkluderer vi likevel med at bransjefordelen er moderat. I tillegg påpekes det at den høye interne konkurransen, samt myndighetsreguleringer og importrestriksjoner kan begrense ytterligere vekst i bransjen, slik at den moderate bransjefordelen heller ikke forventes å øke i fremtiden. Vi forventer dermed at bransjefordelen vil holdes moderat, også i fremtiden.

I vår analyse av ressursfordel, har vi identifisert at hovedkilden til den moderate ressursfordelen er en marginfordel, som hovedsakelig stammer fra franchiseorganiseringen. Videre har vi trukket frem EMV som en kilde til ressursfordel. På den annen side, er Rema 1000 den minste aktøren i bransjen, og kun representert i lavprissegmentet. Fremover forventes det økt rivalisering i dette segmentet, slik at ressursfordelen forventes å bli mindre på sikt. Likevel antar vi at «Bestevenn-strategien» kan bidra til en positiv effekt på lengre sikt, noe som gjør at Rema 1000 fortsatt har mulighet til å konkurrere mot sine større konkurrenter. Den strategiske eierfordelen til Rema 1000 forventes å konvergere mot en varig fordel på 5,1 %. Etersom bransjefordelen antas å forbli moderat på sikt, mens ressursfordelen forventes å bli mindre, er dermed bransjefordelen den viktigste kilden til fordelene, og dermed også til merverdiene i verdiestimatet.

For å øke påliteligheten til verdiestimatet har vi i tillegg analysert usikkerheten rundt verdiestimatet. Simuleringsanalysen gav et standardavvik på 30 %, noe som underbygger at det foreligger usikkerhet knyttet til verdiestimatet. Noe av årsaken til dette er at flere av variablene benyttet i beregning av fremtidsregnskapet og fremtidskravene er basert på skjønn. Sensitivitetsanalysen avdekket videre at verdiestimatet er mest sensitivt ovenfor driftsinntektsvekst på mellomlang sikt. Vi har også justert det fundamentale verdiestimatet for konkursrisiko, noe som gav en verdi per aksje på 24,789 MNOK. Av den komparative verdsettelsen, fikk vi et verdiestimat på 24,418 MNOK per aksje. Disse verdiestimatene ble videre benyttet for å beregne et endelig verdiestimat, hvor det fundamentale verdiestimatet justert for konkursrisiko ble vektlagt mest. Dette gav følgende beregning:

$$\text{Endelig verdiestimat} = 24,789 * \frac{3}{4} + 24,418 * \frac{1}{4} = 24,696$$

Vårt endelige estimat på aksjeverdien i Rema 1000 per 31.12.16 er altså 24,696 MNOK. Dette gir et noe lavere pris/bok-forhold, som utgjør 3,5. I det justerte verdiestimatet ligger det fortsatt betydelige merverdier, jf. diskusjon ovenfor.

Avslutningsvis ønsker vi å påpeke at verdiestimatet kan flyttes i tid for å se hvilken verdi aksjen har i dag. Ved å flytte estimatet fra 31.12.16 til 31.12.17, får vi følgende estimat på egenkapitalen, hensyntatt for netto betalt utbytte i 2017:

$$VEK_{17} = (1 + ekk_{17}) * VEK_{16} - NBU_{17} = (1 + 0,07) * 24\,696 - 1237 = 25\,188$$

Litteraturliste

Bøker og trykte kilder

Barney, Jay. 2014. *Gaining and sustaining competitive advantage*. 4th edition. Essex, United Kingdom: Pearson Education Limited

Berk, Jonathan & DeMarzo, Peter. 2011. *Corporate Finance*. 2nd edition. Boston, USA: Pearson Education Limited

Damodaran, Aswath. 2012. *Investment Valuation*. 3rd edition. New Jersey, USA: John Wiley & Sons

Dorotic, Matilda, Bijmolt, Tammo H. A. & Verhoef, Peter C. 2011. *Loyalty programmes: Current knowledge and research directions*. *International Journal of Management Reviews*. 14 (3), s. 217–237

Hill, Charles W. L. & Jones, Gareth R. 2010. *Strategic Management Theory: An integrated approach*. 9th edition. Mason, USA: South-Western Cengage Learning

Kaldestad, Yngve og Møller, Bjarne. 2016. *Verdivurdering*. 2. utg. Bergen, Norge: Fagbokforlaget

Keller, Gerald. 2008. *Managerial Statistics*. 8th edition. Mason, USA: South-Western Cengage Learning

Koller, Tim, Goedhart, Marc & Wessels, David. 2015. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 6th edition. New Jersey, USA: John Wiley & Sons

Palepu, Krishna G., Healy, Paul M. & Peek, Erik. 2013. *Business analysis and valuation: IFRS edition*. 3rd edition. Hampshire, United Kingdom: Cengage Learning EMEA

Penman, Stephen H. 2013. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5th edition. New York, USA: McGraw-Hill

Petersen, Christian, Plenborg, Thomas og Kinserdal, Finn. 2017. *Financial Statement Analysis*. Bergen, Norge: Fagbokforlaget

Porter, Michael E., 1979. How competitive forces shape strategy. *Harvard business review* 57, no. 2 (March-April 1979): 137-145

Stugu, Stein og Eilersen, Roar. 2007. Franchise i varehandelen: Makt uten ansvar – ansvar uten makt. Oslo, Norge: *De Facto - Kunnskapscenter for fagorganiserte for Handel og Kontor i Norge*.

Presentasjoner og forelesninger

Knivsfå, Kjell Henry. 2017, F1. *Rekneskapsanalyse og verdivurdering*.

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesning 1.

Knivsfå, Kjell Henry. 2017, F2. *Strategi, regnskap og verdi*.

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesning 2.

Knivsfå, Kjell Henry. 2017, F3. *Regnskapsanalyse – Rammeverk og Trailing*.

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesning 3.

Knivsfå, Kjell Henry. 2017, F4. *Omgruppering for analyse*.

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesning 4.

Knivsfå, Kjell Henry. 2017, F6. *Regnskapsbasert måling og målefeil*.

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesning 6.

Knivsfå, Kjell Henry. 2017, F7. *Justering av målefeil*.

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesning 7.

Knivsfå, Kjell Henry. 2017, F8. *Kredittvurdering*.

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesning 8.

Knivsfå, Kjell Henry. 2017, F9. *Avkastningskrav*.

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesning 9.

Knivsfå, Kjell Henry. 2017, F10. *Strategisk rentabilitetsanalyse*.

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesning 10.

Knivsflå, Kjell Henry. 2017, F11. *Strategisk driftsanalyse.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesning 11.

Knivsflå, Kjell Henry. 2017, F13. *Fremtidsrekneskap – Ramme og driftsinntekter.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesning 13.

Knivsflå, Kjell Henry. 2017, F14. *Fremtidsrekneskap – Andre budsjettdriverarar.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesning 14.

Knivsflå, Kjell Henry. 2017, F15. *Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesning 15.

Knivsflå, Kjell Henry. 2017, F16. *Eigenkapitalmetoden.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesning 16.

Knivsflå, Kjell Henry. 2017, F17. *SK-metoden og verdikonvergens.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesning 17.

Knivsflå, Kjell Henry. 2017, F18. *Uvisse i verdiestimatet og «some topics in valuation».*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesning 19.

Knivsflå, Kjell Henry. 2017, F21. *Komparativ verdivurdering.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesning 21.

Kinserdal, Finn. 2017a.

Norges Handelshøyskole, BUS424N, forelesning 7.

Kinserdal, Finn. 2017b.

Norges Handelshøyskole, BUS424N, forelesning 10.

Års og kvartalsrapporter

Carrefour. 2017. *Solid 2016 Results*.

Coop Norge SA. 2014. *Årsrapport 2013*

Coop Norge SA. 2015. *Årsrapport 2014*

Coop Norge SA. 2016. *Årsrapport 2015*

Coop Norge SA. 2017. *Årsrapport 2016*

Europris ASA. 2017. *Årsrapport 2016*.

NorgesGruppen ASA. 2012. *Årsrapport 2011*

NorgesGruppen ASA. 2013. *Årsrapport 2012*

NorgesGruppen ASA. 2014. *Årsrapport 2013*

NorgesGruppen ASA. 2015. *Årsrapport 2014*

NorgesGruppen ASA. 2016. *Årsrapport 2015*

NorgesGruppen ASA. 2017. *Årsrapport 2016*

Orkla ASA. 2017. *Årsrapport 2016*.

Reitangruppen AS. 2007. *Årsrapport 2006*

Rema 1000 AS. 2012. *Årsrapport 2011*

Rema 1000 AS. 2013. *Årsrapport 2012*

Rema 1000 AS. 2014. *Årsrapport 2013*

Rema 1000 AS. 2015. *Årsrapport 2014*

Rema 1000 AS. 2016. *Årsrapport 2015*

Rema 1000 AS. 2017. *Årsrapport 2016*

Internettbaserte kilder

Aftenposten. 2017a. *Bestevennstrategien koster Rema millioner*.

Tilgjengelig fra: <https://www.aftenposten.no/okonomi/i/9J9kE/Bestevenn-strategien-koster-Rema-millioner>. Sist avlest: 20.09.17

Aftenposten. 2017b. *Tre måneder igjen av 2017, og Rema har fortsatt dårligst utvikling*.

Tilgjengelig fra: https://www.aftenposten.no/okonomi/i/0MVd2/Tre-maneder-igjen-av-2017_-og-Rema-har-fortsatt-darligst-utvikling. Sist avlest 02.11.2017

Andreassen, Tor W. 2017. *Strategi med sideeffekter*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

Tilgjengelig fra: <https://www.nhh.no/forskning/forskningsnytt/arkiv-forskningsartikler/2017/januar/strategi-med-sideeffekter/>. Sist avlest: 20.09.17

Brudvik, Marie. 2011. *SWOT-analyse*. Oslo: Regjeringen.

Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/krd/kampanjer/ry/swot-analyse.pdf>. Sist avlest: 04.10.17

Coop. 2017a. *Coop Norge Eiendom AS*.

Tilgjengelig fra: <https://coop.no/om-coop/virksomheten/coop-norge-eiendom-as/>. Sist avlest: 18.09.17

Coop. 2017b. *Coop Norge SA*.

Tilgjengelig fra: <https://coop.no/om-coop/virksomheten/coop-norge-sa/>. Sist avlest: 18.09.17

Coop 2017c. *Virksomheten*.

Tilgjengelig fra: <https://coop.no/om-coop/virksomheten/>. Sist avlest: 18.09.17

Coop. 2017d. *NorskButikkdrift*. Tilgjengelig fra: <https://coop.no/om-coop/virksomheten/norsk-butikkdrift/>. Sist avlest: 18.09.17

Coop. 2017e. *Coop Norge Handel AS*.

Tilgjengelig fra: <https://coop.no/om-coop/virksomheten/coop-norge-handel-as/>. Sist avlest: 18.09.17

Coop. 2017f. *Medlemsfordeler*.

Tilgjengelig fra: <https://coop.no/medlem/medlemsfordeler/>. Sist avlest: 19.09.17.

Coop. 2017g. *Coop – kundenes egen handelsaktør*.

Tilgjengelig fra: <https://coop.no/om-coop/virksomheten/>. Sist avlest: 11.09.2017

Dagligvarehandelen. 2017a. *Rema er en snakkis blant unge*.

Tilgjengelig fra: <http://www.dagligvarehandelen.no/2017/rema-er-en-snakkis-blant-unge>.
Sist avlest 17.10.17

Dagligvarehandelen. 2017b. *Coop mega kuttet godteriprisen med 80 prosent.*

Tilgjengelig fra: <http://www.dagligvarehandelen.no/2017/coop-mega-kuttet-godteriprisen-med-80-prosent>. Sist avlest 26.10.17

Damodaran. 2017a. *Total Beta By Industri Sector.*

Tilgjengelig fra <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Sist avlest 29.09.2017.

Damodaran. 2017b. *Risk Premiums for Other Markets.*

Tilgjengelig fra <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Sist avlest 04.10.2017.

DN. 2017a. *Rema sjef slutter etter fiaskoene.* Tilgjengelig fra:

<https://www.dn.no/nyheter/2017/09/26/1304/Handel/rema-sjef-slutter-etter-fiaskoene>. Sist avlest: 03.10.17

DN. 2017b. *Slik opererer dagligvarekjedenes prisspioner.*

Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/magasinet/2017/10/06/0937/Naeringsliv/slik-opererer-dagligvarekjedenes-prisspioner>. Sist avlest: 26.10.17

DN. 2017c *Skulle ha 50 milliarder kroner for Rema 1000.*

Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/nyheter/2017/01/03/0835/Handel/skulle-ha-50-milliarder-kroner-for-rem-1000>. Sist avlest: 05.12.17

Forbrukerrådet. 2016a. *For dårlig matvareutvalg i Norge.*

Tilgjengelig fra: <https://www.forbrukerradet.no/siste-nytt/for-darlig-dagligvareutvalg-i-norge/>. Sist avlest: 16.09.17

Forbrukerrådet. 2017. *Om oss.*

Tilgjengelig fra: <https://www.forbrukerradet.no/forside/om-oss/>. Sist avlest: 11.09.17

Forskerforbundet. 2017. *Ordlister.* Tilgjengelig fra:

<https://www.forskerforbundet.no/verktoykasse/ordliste/#KBU>. Sist avlest: 11.09.17

Hegnar. 2015. *Priskrigen – Endrer prisene seks ganger daglig.*

Tilgjengelig fra: <http://www.hegnar.no/Nyheter/Naeringsliv/2015/12/Priskrigen-Endrer-prisene-seks-ganger-daglig>. Sist avlest: 02.10.17

International Monetary Fund (IMF). 2017. *Real GDP growth*.

Tilgjengelig fra:

http://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/WEOWORLD

Sist avlest 01.11.2017.

ITromsø. 2017. *Folket raser mot Rema 1000*.

Tilgjengelig fra: <http://www.itromso.no/nyheter/2017/01/08/Folket-raser-mot-Rema-1000s-%C2%ABbestevenueordning%C2%BB-14032269.ece>. Sist avlest: 20.09.17

Konkurransetilsynet. 2015a. *Coop får overta ICA Norge*.

Tilgjengelig fra: <http://www.konkurransetilsynet.no/nb-NO/aktuelt/nyheter/20152/coop-far-overta-ica-norge/>. Sist avlest: 11.09.17

Konkurransetilsynet. 2015b. *Om konkurransetilsynet*.

Tilgjengelig fra: <http://www.konkurransetilsynet.no/nb-NO/om-oss/om-konkurransetilsynet/>. Sist avlest 09.09.17.

Konkurransetilsynet. 2016. *Styrker konkurransen i dagligvarebransjen*.

Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/bedre-konkurransen-i-dagligvarekjeden/id2479824/>. Sist avlest: 02.10.17.

Kveinå, Tanita W., og Solberg, Per H. 2017. *Remas nye strategi er riktig*.

Tilgjengelig fra: <https://www.nrk.no/norge/mener-remas-nye-strategi-er-riktig-1.13312912>. Sist avlest: 20.09.17

Landbruksdirektoratet. 2017. *Hva er RÅK-import*.

Tilgjengelig fra: <https://www.landbruksdirektoratet.no/no/internasjonalt-handel/import/rak-import-ravaretol#hva-er-raak-varer->. Sist avlest: 11.09.17

Matindustrien. 2017. *Ledende på robotisering*.

Tilgjengelig fra: <http://www.matindustrien.no/bransjenytt/4627/>. Sist avlest: 12.09.17

Norges Bank. 2017a. *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*.

Tilgjengelig fra <http://www.norges-bank.no/statistikk/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>. Sist avlest 22.09.2017.

Norges Bank. 2017b. *Inflasjon*.

Tilgjengelig fra <http://www.norges-bank.no/statistikk/inflasjon/>. Sist avlest 01.11.2017.

Norges Bank 2017c. *Statsobligasjoner daglige noteringer*.

Tilgjengelig fra: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>. Sist avlest 13.11.2017.

NorgesGruppen. 2015a. *Stadig flere blir Trumf medlemmer*.

Tilgjengelig fra: <http://www.norgesgruppen.no/om-oss/stadig-flere-blir-trumf-medlemmer/>.

Sist avlest: 18.09.17

NorgesGruppen. 2017a. *Slik fungerer Trumf*.

Tilgjengelig fra: <http://www.norgesgruppen.no/presse/nyhetsarkiv/aktuelt/slik-fungerer-trumf/>. Sist avlest: 11.09.17

NorgesGruppen. 2017b. *Om oss - Historie*.

Tilgjengelig fra: <http://www.norgesgruppen.no/om-oss/dette-er-norgesgruppen/historie/>. Sist avlest: 16.09.17

Norsk institutt for bioøkonomi (NIBIO). 2017. *Internasjonale priser på mat og drikkevarer økte i juni*.

Tilgjengelig fra: <http://www.nibio.no/infoside/internasjonale-prisar-p-mat-og-drikkevarer-auka-i-juni>. Sist avlest: 11.09.17

Reitan Distribution. 2017. *Hjemmeside*.

Tilgjengelig fra: <http://www.reitandistribution.dk/>. Sist avlest: 19.09.17

Reitangruppen. 2017. *Rema 1000*. Tilgjengelig fra:

<http://www.reitangruppen.no/forretningsomrader/rema-1000/>. Sist avlest: 19.09.17.

Rema 1000. 2013a. *Om Rema 1000*.

Tilgjengelig fra: <https://www.rema.no/artikler/om-rema-1000>. Sist avlest: 19.09.17

Rema 1000. 2014a. *Organisasjon*.

Tilgjengelig fra: <https://www.rema.no/artikler/informasjon/organisasjon/>. Sist avlest: 19.09.17

Rema 1000. 2014b. *Nytt selskapsnavn Rema Franchise Norge.*

Tilgjengelig fra: <https://www.rema.no/nyheter/nytt-selskapsnavn-rem-franchise-norge/>. Sist avlest: 03.10.17

Rema 1000. 2015a. *Hva er franchise?.*

Tilgjengelig fra: <https://www.rema.no/informasjon/hva-er-franchise/>. Sist avlest 15.09.17

Rema 1000. 2017a. *Ofte stilte spørsmål.*

Tilgjengelig fra: <https://www.rema.no/artikler/ofte-stilte-sporsmal/>. Sist avlest: 14.09.17

Rema 1000. 2017b. *Egne merkevarer.*

Tilgjengelig fra: <https://www.rema.no/egne-merkevarer/>. Sist avlest: 19.09.17

Rema Etablering. 2017. *Rema etablering.*

Tilgjengelig fra: <https://www.remaetablering.no/>. Sist avlest: 19.09.17

Statistisk Sentralbyrå. 2014. *Begreper i nasjonalregnskapet.*

Tilgjengelig fra: http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/begreper-i-nasjonalregnskapet#Disponibel_inntekt_for_Norge. Sist avlest: 11.09.17.

Statistisk Sentralbyrå. 2017a. *Konsumprisindeksen.*

Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/kpi>. Sist avlest: 16.09.17.

Statistisk Sentralbyrå. 2017b. *Økonomisk vekst.*

Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/okonomisk-vekst-2017-1>. Sist avlest 11.09.17

Statistisk Sentralbyrå. 2017c. *Grensehandelen øker igjen.*

Tilgjengelig fra: <http://www.ssb.no/varehandel-og-tjenesteyting/artikler-og-publikasjoner/grensehandelen-ok-er-igjen>. Sist avlest 09.09.17.

Statistisk Sentralbyrå. 2017d. *Nasjonalregnskap, inntekts- og kapitalregnskapet.*

Tilgjengelig fra: <http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/statistikker/knri/kvartal>. Sist avlest. 11.09.17.

Store Norske Leksikon. 2009a. *Lavprisbutikk – Varehandel.*

Tilgjengelig fra: https://snl.no/lavprisbutikk_-_varehandel. Sist avlest: 14.09.2017.

Store Norske Leksikon. 2009b. *Supermarked*.

Tilgjengelig fra: <https://snl.no/supermarked>. Sist avlest: 14.09.2017.

Store Norske Leksikon. 2009c. *Hypermarked*.

Tilgjengelig fra: <https://snl.no/hypermarked>. Sist avlest: 14.09.2017.

Store Norske Leksikon. 2014. *Stordriftsfordeler*.

Tilgjengelig fra: <https://snl.no/stordriftsfordeler>. Sist avlest: 29.09.2017.

Store Norske Leksikon. 2017. *Detaljhandel*.

Tilgjengelig fra: <https://snl.no/detaljhandel>. Sist avlest: 05.12.2017

VG. 2017a. *Coop og Kiwi varsler priskrig*.

Tilgjengelig fra: <http://www.vg.no/nyheter/innenriks/dagligvarebransjen/coop-og-kiwi-varsler-priskrig/a/23887245/>. Sist avlest 02.10.17

Virke. 2017. *Virke samler norsk handel*.

Tilgjengelig fra: <https://www.virke.no/bransjer/bransjeartikler/virke-samler-norsk-handel/>. Sist avlest. 12.09.17.

Visma. 2015. *Hva er big data?*

Tilgjengelig fra: <https://www.visma.no/blogg/hva-er-big-data/>. Sist avlest: 11.09.17

Rapporter

Forbrukerrådet. 2016b. *Årsrapport 2016*. Oslo: Forbrukerrådet

Forbrukerrådet. 2016c. *Forbrukertrender*. Oslo: Forbrukerrådet

Gabrielsen, Tommy S., Steen, Frode, Sørgard, Lars, og Vagstad, Steinar. 2013. *Kjøpermakt i dagligvaresektoren*. Bergen: Fornyings-, administrasjons- og Kirke departementet.

Konkurransetilsynet. 2009. *Konkurransen i Norge – Dagligvarebransjen*.

Landbruksdirektoratet. 2016. *Omverdenen til norsk landbruk og matindustri i 2016*. 5/2017. Oslo. Landbruksdirektoratet.

NHO Handel. 2012. *Status i varehandelen: En oversikt over detalj- og engrosvirksomhet*. Oslo. Norsk institutt for landbruksøkonomisk forskning

Nielsen. 2017. *Dagligvarefasiten 2017*. Oslo: The Nielsen Company

Nielsen. 2016. *Dagligvarefasiten 2016*. Oslo: The Nielsen Company

Nielsen. 2015. *Dagligvarefasiten 2015*. Oslo: The Nielsen Company

Nielsen. 2013. *Dagligvarefasiten 2013*. Oslo: The Nielsen Company

NILF. 2013. *Dagligvarehandel og mat*. Oslo: Norsk institutt for landbruksøkonomisk forskning

NILF. 2010. *Importvern for norsk jordbruk: Status og utviklingstrekk*. Oslo: Norsk institutt for landbruksøkonomisk forskning

NorgesGruppen. 2017c. *Konkurransen*. Oslo: NorgesGruppen

Oslo Economics. 2017. *Etableringshindringer i dagligvaresektoren*. Oslo: Rapport utarbeidet på oppdrag fra Nærings- og fiskeridepartementet.

Statistisk Sentralbyrå. 2017e. *Økonomiske utsikter. Økonomiske analyser*. Oslo: Statistisk Sentralbyrå.

Statistisk sentralbyrå. 2012. *Økonomiske analyser*. 6/2012. Oslo: Statistisk sentralbyrå.

Utenriksdepartementet. 2012. *Matsikkerhet i et klimaperspektiv*. 12/2012. Oslo: Utenriksdepartementet

Virke dagligvare. 2017. *Franchiserapporten 2017*.

Virke Dagligvare. 2015. *Dagligvarehandelen 2015*.

Trykte avisartikler

Orskaug, Oliver, 2017, 23. September. *Året som var så bratt*. Finansavisen.

Lover, standarder og stortingsmeldinger

IAS 17 *Leases*.

Tilgjengelig fra: <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias17>

IAS 19R *Employee Benefits*.

Tilgjengelig fra: <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias19>

IAS 38 *Intangible assets*.

Tilgjengelig fra: <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias38>

IFRIC 4 *Determining Whether an Arrangement Contains a Lease*.

Tilgjengelig fra: <https://www.iasplus.com/en/standards/ifric/ifric4>

IFRS 10 *Consolidated financial statements*.

Tilgjengelig fra: <https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs10>

IFRS 16 *Leases*.

Tilgjengelig fra: <https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs-16>

Meld. St. 27. 2013. *Forvaltning av Statens pensjonsfond i 2012*. Oslo: Regjeringen

NOU 2011:4. 2011. *Mat, makt og avmakt*

Skatteloven. *Lov 26.mars 1991 nr.14 om skatt av formue og inntekt*

Tabell- og figuroversikt

Figur 2.1 – Verdikjeden i dagligvarebransjen (forenklet)

Tabell 2.2 – Utvikling segmentandeler 2012-2016

Figur 2.3 – Dagligvarekjedenes markedsandeler før og etter oppkjøp av ICA

Figur 2.4 – Utviklingen i KPI fra 1998 – 2016

Figur 2.5 – Utviklingen av import og eksport av landbruksvarer, 1999-2016

Figur 2.6 – Oversikt over kjedenes kundelojalitetsprogrammer

Tabell 2.7 – Kjedekonseptenes omsetningsandel per 2016

Figur 2.8 – Finansielle nøkkeltall for NorgesGruppen 2016

Figur 2.9 – Konseptkjedenes omsetningsandeler 2016

Figur 2.10 – Finansielle nøkkeltall for Coop 2016

Figur 2.11 – Historisk utvikling Rema 1000

Figur 2.12 – Nøkkeltall for forretningsområder REMA 1000 AS

Figur 2.13 – Forretningsområder Rema 1000

Tabell 2.14 – Nøkkeltall REMA 1000 Norge og Danmark

Figur 2.15 – Sammenligning av nøkkeltall (tall fra 2016)

Figur 3.1 – Rammeverk for fundamental verdsettelse basert på Knivsflå (2017)

Figur 4.1 – Rammeverk for den strategiske analysen

Figur 4.2 – PESTEL-analyse

Tabell 4.3 – Politiske og juridiske forhold og påvirkning på dagligvarebransjen

Figur 4.4 – Økonomiske forhold og påvirkning på dagligvarebransjen

Figur 4.5 – Sosiokulturelle forhold og påvirkning på dagligvarebransjen

Figur 4.6 – Teknologiske forhold og påvirkning på dagligvarebransjen

Figur 4.7 – Miljømessige forhold og påvirkning på dagligvarebransjen

Tabell 4.8 – Oppsummering av PESTEL-analysen

Figur 4.9 – Porters femkraftsmodell

Tabell 4.10 – Porters femkraftsmodell oppsummert

Tabell 4.11 – VRIO rammeverket

Figur 4.12 – Verdiandel EMV i ulike segmenter i dagligvarebransjen

Tabell 4.13 – Oppsummering av VRIO analysen

Tabell 4.14 – Oppsummering ressursfordel

Tabell 4.15 – SWOT-analyse: Styrker

Tabell 4.16 – SWOT-analyse: Svakheter

Tabell 4.17 – SWOT-analyse: Muligheter

Tabell 4.18 – SWOT-analyse: Trusler

Tabell 4.19 – Strategisk fordel oppsummert

Figur 5.1 – Rammeverk for regnskapsanalyse

Tabell 5.2 – Rema 1000 rapportert resultatregnskap

Tabell 5.3 – Rema 1000 sammenfattet rapportert balanse

Tabell 5.4 – Rema 1000 rapportert endring egenkapital majoritet

Figur 5.5 – Omgruppering av resultat

-
- Tabell 5.6 – Fullstendig nettoresultat
- Tabell 5.7 – Normalisert driftsresultat Rema 1000
- Tabell 5.8 – Finans, minoritet og unormale poster
- Tabell 5.9 – Selskapsskattesats og driftsskattesats
- Tabell 5.10 – Fordeling av skattekostnad
- Tabell 5.11 – Normalisert resultat Rema 1000
- Figur 5.12 – Rapportert og omgruppert balanse
- Tabell 5.13 – Rema 1000, omgruppert balanse
- Tabell 5.14 – Rema 1000, kontantstrømoppstilling
- Figur 5.15 – Netto driftsrentabilitet, ujustert
- Figur 5.16 – Tre typer målefeil
- Tabell 5.17 – Investeringer i markedsføring
- Tabell 5.18 – Justering av merkevarekapital
- Tabell 5.19 – Antall eide/leide utsalgssteder
- Tabell 5.20 – Kostnadsført leie 2011-2016
- Tabell 5.21 – Beregning av rente på finansiell gjeld 2011-2016
- Tabell 5.22 – Balansejustering av operasjonell leie 2011-2016
- Tabell 5.23 – Effekten av justering på balansen
- Tabell 5.24 – Effekten av justering på resultatet
- Tabell 5.25 – Driftsinntekter og total butikkomsetning
- Tabell 5.26 - Virkning konsolidering
- Tabell 5.27 – Justering av målefeil oppsummert
- Tabell 5.28 – Justert kontantstrøm Rema 1000
- Tabell 5.29 – Normalisert og justert resultat Rema 1000
- Tabell 5.30 – Omgruppert og justert balanse Rema 1000, SSK
- Tabell 5.31 – Omgruppert og justert balanse Rema 1000, NDK
- Tabell 5.32 – Normalisert og justert resultat bransjen
- Tabell 5.33 – Omgruppert og justert balanse bransjen, SSK
- Tabell 5.34 – Omgrupprt og justert balanse bransjen, NDK
- Figur 5.35 – Rammeverk for forholdstallanalyse
-
- Figur 6.1 – Likviditetsgrad 1
- Tabell 6.2 – Dekomponering likviditetsgrad 1
- Figur 6.3 – Langsiktig finansiell gjeldsdekning

Figur 6.4 – Rentedekningsgrad

Tabell 6.5 – Endring likvide midler

Figur 6.6 – Egenkapitalandel

Figur 6.7 – Netto driftsrentabilitet

Figur 6.8 – Finansieringsmatrise 2016, Rema 1000

Figur 6.9 – Finansieringsmatrise 2016, bransjen

Figur 6.10 – Oppsummering syntetisk rating

Tabell 7.1 – Risikofri rente

Tabell 7.2 – Gjeldsgrad Rema 1000

Tabell 7.3 – Markedets risikopremie

Tabell 7.4 – Avkastningskrav finansiell gjeld

Tabell 7.5 – Avkastningskrav finansielle eiendeler

Tabell 7.6 – Avkastningskrav netto finansiell gjeld

Tabell 7.7 – Finansiell gjeldsbeta

Tabell 7.8 – Finansiell eiendelsbeta

Tabell 7.9 – Netto finansiell gjeldsbeta

Tabell 7.10 – Netto driftsbeta og årlig egenkapitalbeta

Tabell 7.11 – Årlig egenkapitalkrav

Tabell 7.12 – Årlig minoritetskrav

Tabell 7.13 – Netto driftskrav

Tabell 7.14 – Oppsummering krav

Tabell 8.1 – Strategisk eierfordel

Figur 8.2 – Strategisk eierfordel

Tabell 8.3 – Driftsfordel

Tabell 8.4 – Bransjefordel drift

Figur 8.5 – Bransjefordel

Tabell 8.6 – Ressursfordel drift

Figur 8.7 – Ressursfordel

Tabell 8.8 – Dekomponering av ressursfordel

Figur 8.9 – Netto driftsmargin

Tabell 8.10 – Common-size analyse

Figur 8.11 – Omløpet til netto driftseiendeler

Tabell 8.12 – Gearingfordel

Figur 8.13 – Gearing

Tabell 8.14 – Finansieringsfordel finansiell gjeld

Tabell 8.15 – Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Tabell 8.16 – Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Tabell 8.17 – Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Tabell 8.18 – Finansieringsfordel minoritetsinteresser

Tabell 8.19 – Finansieringsfordel oppsummert

Tabell 8.20 – Strategisk fordel oppsummert

Figur 9.1 – Rammeverk for fremtidsregnskap

Figur 9.2 – Driftsinntektsvekst

Tabell 9.3 – Egenkapitalvekst Rema 1000

Figur 9.4 – Egenkapitalvekst

Figur 9.5 – Realvekst verdensøkonomi fra 1980-2022

Figur 9.6 – Budsjetteringsmodell

Tabell 9.7 – Budsjettpunkt div

Figur 9.8 – Fremskrevet driftsinntektsvekst

Tabell 9.9 – Fremskrevet driftsinntekt

Tabell 9.10 – Fremskrevet driftsinntekt bransjen og Rema 1000

Tabell 9.11 – Budsjettpunkt onde

Figur 9.12 – Fremskrevet onde

Tabell 9.13 – Fremskrevet netto driftseiendeler

Tabell 9.14 – Budsjettpunkt ndm

Figur 9.15 – Fremskrevet ndm

Tabell 9.16 – Fremskrevet netto driftsresultat

Figur 9.17 – Fremskrevet fgd

Figur 9.18 – Fremskrevet fed

Tabell 9.19 – Fremskrevet netto finansiell gjeld

Figur 9.20 – Fremskrevet finansiell gjeldsrente

Figur 9.21 – Fremskrevet finansiell eiendelsrente

Tabell 9.22 – Fremskrevet nettofinanskostnad og netto finansinntekt

Figur 9.23 – Fremskrevet mid

Tabell 9.24 – Fremskrevet minoritetsinteresser

Figur 9.25 – Strategisk fordel minoritet

Tabell 9.26 – Fremskrevet minoritetsresultat

Tabell 9.27 – Fremtidsresultat

Tabell 9.28 – Fremtidsbalanse i form av netto driftskapital

Tabell 9.29 – Fremtidsbalanse i form av sysselsatt kapital

Tabell 9.30 – Fremtidig fri kontantstrøm

Tabell 10.1 – Fremskrevet risikofri rente

Tabell 10.2 – Fremskrevet egenkapitalbeta

Tabell 10.3 – Fremskrevet avkastningskrav til egenkapitalen

Tabell 10.4 – Fremskrevet avkastningskrav til minoritet

Tabell 10.5 – Syntetisk fremtidsrating

Tabell 10.6 – Fremskrevet avkastningskrav finansiell gjeld

Tabell 10.7 – Fremskrevet finansiell gjeldsbeta

Tabell 10.8 – Fremskrevet avkastningskrav finansielle eiendeler

Tabell 10.9 – Fremskrevet finansiell eiendelsbeta

Tabell 10.10 – Fremskrevet avkastningskrav netto finansiell gjeld

Tabell 10.11 – Fremskrevet netto finansiell gjeldsbeta

Tabell 10.12 – Fremskrevet avkastningskrav sysselsatt kapital

Tabell 10.13 – Fremskrevet netto driftskrav

Tabell 10.14 – Fremtidig superrentabilitet

Figur 10.15 – Historisk og fremtidig strategisk fordel drift

Figur 10.16 – Historisk og fremtidig superrentabilitet

Figur 11.1 – Rammeverk for fundamental verdsettelse

Tabell 11.2 – VEK ved bruk av FKE-modellen

Tabell 11.3 – VEK ved bruk av SPE-modellen

Tabell 11.4 – VEK ved bruk av Δ SPE-modellen

Tabell 11.5 – Oppsummering egenkapitalmetoden

Tabell 11.6 – Beregning verdi minoritet

Tabell 11.7 – VEK ved bruk av FKD-modellen

Tabell 11.8 – VEK ved bruk av SPD-modellen

Tabell 11.9 – VEK ved bruk av Δ SPD-modellen

Tabell 11.10 – Oppsummering netto driftskapital-metoden

Tabell 11.11 – VEK ved bruk av sysselsatt kapital-metoden

Tabell 11.12 – Første verdiestimat

Tabell 11.13 – Konvergens mot endelig verdiestimat

Figur 11.14 – Konvergeringsprosessen

Tabell 11.15 – Standardavvik Rema 1000 og bransjen

Tabell 11.16 – Driftsinntektsvekst: Forventning, standardavvik og sannsynlighetsfordeling

Tabell 11.17 – Netto driftsmargin: Forventning, standardavvik og sannsynlighetsfordeling

Tabell 11.18 – Omløpet til netto driftseiendeler: Forventning, standardavvik og sannsynlighetsfordeling

Tabell 11.19 – Andre kritiske faktorer: Forventning, standardavvik og sannsynlighetsfordeling

Figur 11.20 – Resultat av Monte Carlo simulering

Figur 11.21 – Oppsidepotensiale for verdiestimatet

Figur 11.22 – Nedsiderisiko for verdiestimatet

Tabell 11.23 – Forklaring av variasjon i verdiestimatet

Tabell 11.24 – Forklaring av variasjon i verdiestimatet

Figur 11.25 – Tornadoanalyse

Figur 12.1 – Steg i komparativ verdsettelse etter multiplikatormodellen

Tabell 12.2 – Beregning verdi NDK og multiplikator

Tabell 12.3 – Beregning verdi NDK Rema 1000

Tabell 12.4 – Bokførte verdier

Tabell 12.5 – Multiplikatorverdier

Tabell 12.6 – Verdiestimat ved bruk av EV/NDK-multiplikator

Tabell 12.7 – Verdiestimat ved bruk av EV/NDR-multiplikator

Tabell 12.8 – Verdiestimat ved bruk av EV/EBITDA-multiplikator

Tabell 12.9 – Verdiestimat ved bruk av EV/DI-multiplikator

Tabell 12.10 – Verdiestimat ved bruk av EV/Ansatte-multiplikator

Tabell 12.11 – Endelig verdiestimat ved komparativ verdsettelse