



NorgesGruppen ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

Ariane Solbakken Nyberg og Kristin Elisabeth Thue Sandbløst

Veileder: Frøystein Gjesdal

Masterutredning i Strategi og ledelse og Økonomisk styring

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 inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Masterutredningen er en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av NorgesGruppen. Formålet med utredningen er å estimere egenkapitalverdien per 31.12.2018. Utgangspunktet er fundamental verdsettelsesmetode. Som supplement til den fundamentale metoden blir det gjennomført en komparativ verdsettelse.

Utredningen starter med en presentasjon av NorgesGruppen, bransjen og konkurrentene. Deretter redegjøres det for verdsettelsesmetoder og valg av verdsettelsesteknikk. Vi gjennomfører så en strategisk analyse av bransjen og selskapet. Det avdekkes at den største fordel til NorgesGruppen stammer fra stordriftsfordeler i innkjøp og distribusjon. Analysen av bransjen og eksterne forhold viser at den største trusselen mot bransjens lønnsomhet er potensielle myndighetsinngrep for å fremme konkurranse.

Vi omgrupperer så regnskapet og balansen, før vi utfører en regnskapsanalyse hvor risiko og lønnsomhet analyseres. Analyseperioden er satt fra 2012 til 2018. Lønnsomhetsanalysen støtter funnene fra den strategiske analysen. Vi finner en samlet strategisk fordel på 10,3%, som hovedsakelig består av en driftsfordel. Den strategiske analysen og regnskapsanalysen danner grunnlag for forventet fremtidsregnskap og fremtidskrav i perioden 2019 til 2030. Basert på denne utarbeidelsen utfører vi en fundamental verdsettelse som gir et verdiestimat på 47 167 MNOK. Vi supplerer den fundamentale verdsettelsen med en komparativ verdsettelse. Endelig verdiestimat på egenkapitalen beregnes ved å vekte den fundamentale metoden med 75% og den komparative med 25%. Vi får da et verdiestimat på egenkapitalen til NorgesGruppen på 44 345 MNOK. Fordelt på 40 millioner aksjer utgjør det kr. 1109 per aksje.

Forord

Denne masterutredningen er skrevet som en del av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole. Forfatterne har ulik hovedprofil, henholdsvis *økonomisk styring* og *strategi og ledelse*. En strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse reflekterer således godt kunnskapen vi har tilegnet oss gjennom studiene.

Vi fant raskt ut at vi ville skrive om et selskap i dagligvarebransjen. Dette er en bransje som alle har kjenner og har et forhold til. Bransjen er aktuell og har fått mye oppmerksomhet i media den siste tiden. Aktørene i bransjen påstår hard priskonkurranse og urettferdige innkjøpspriser. Dette ønsket vi å se nærmere på fra et regnskapsperspektiv, valget falt derfor naturlig på den største aktøren i det norske markedet, NorgesGruppen.

Arbeidet med utredningen har vært utfordrende og lærerik. Vi sitter igjen med god innsikt og forståelse for dynamikken i dagligvarebransjen. Arbeidet har også gitt oss en dypere forståelse for verdivurderingsprosessen.

Vi ønsker å takke vår veileder Frøystein Gjesdal for grundig gjennomlesing av oppgaven, samt gode innspill og tilbakemeldinger underveis i arbeidet.

Norges Handelshøyskole

Bergen, juni 2019

Kristin Elisabeth Thue Sandbløst

Ariane Solbakken Nyberg

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
INNHALDSFORTEGNELSE	4
1. INNLEDNING	8
1.1 MOTIVASJON.....	8
1.2 FORMÅL OG AVGRENSNING.....	8
1.3 STRUKTUR	9
2. PRESENTASJON AV BRANSJE OG SELSKAP	10
2.1 HISTORISK UTVIKLING I DAGLIGVAREBRANSJEN	10
2.2 HISTORISK UTVIKLING I NORGESGRUPPEN	11
2.3 DAGLIGVAREMARKEDET I 2018	12
2.3.2 <i>Verdikjede</i>	13
2.3.3 <i>Segment</i>	14
2.3.4 <i>Forhandlinger</i>	16
2.3.5 <i>Egne merkevarer (EMV)</i>	16
2.3.6 <i>Lojalitetsprogram</i>	17
2.4 NORGESGRUPPEN I 2018.....	18
2.4.1 <i>Presentasjon av NorgesGruppen</i>	18
2.4.2 <i>Profilhus</i>	19
2.5 KOMPARATIVE SELSKAP.....	20
2.5.1 <i>Coop Norge</i>	20
2.5.2 <i>Rema 1000</i>	22
3. RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	23
4. STRATEGISK ANALYSE	24
4.1 EKSTERN ANALYSE.....	25
4.1.1 <i>Avgrensning av relevant marked</i>	25
4.2 PESTEL – ANALYSE	26
4.2.1 <i>Politiske og juridiske forhold</i>	27
4.2.2 <i>Økonomiske forhold</i>	29
4.2.3 <i>Sosiokulturelle forhold</i>	32
4.2.4 <i>Teknologiske forhold</i>	34
4.2.5 <i>Samfunnmessige forhold</i>	35
4.2.6 <i>Oppsummering makroforhold</i>	36
4.3 PORTERS FIVE FORCES.....	37
4.3.1 <i>Trussel om etablering</i>	37
4.3.2 <i>Leverandørenes forhandlingsmakt</i>	43
4.3.3 <i>Kunders forhandlingsmakt</i>	44
4.3.4 <i>Trussel fra substitutter</i>	45
4.3.5 <i>Rivalisering blant eksisterende konkurrenter</i>	46
4.3.6 <i>Oppsummering Porters Five Forces</i>	48

4.4	INTERN RESSURSANALYSE.....	48
4.5	VRIO.....	49
4.5.1	<i>Egne merkevarer.....</i>	50
4.5.2	<i>Stordriftsfordeler i distribusjon.....</i>	51
4.5.3	<i>Stordriftsfordeler i innkjøp.....</i>	51
4.5.4	<i>Posisjonering</i>	52
4.5.5	<i>Lojalitetsprogram</i>	53
4.5.6	<i>VRIO oppsummert</i>	53
4.6	FAKTORER SOM KAN PÅVIRKE KONKURRANSEN I DAGLIGVAREMARKEDET.....	54
4.6.1	<i>Like leverandørpriser.....</i>	54
4.6.2	<i>Stilltiende samarbeid</i>	58
4.7	SWOT.....	63
5.	VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK.....	67
5.1	FUNDAMENTAL, KOMPARATIV OG OPSJONSBASERT VERDIVURDERING	67
5.2	FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	67
5.2.1	<i>Egenkapitalmetoden.....</i>	68
5.2.2	<i>Selskapskapitalmetoden.....</i>	68
5.3	KOMPARATIV VERDIVURDERING.....	68
5.3.1	<i>Multiplikatormodellen.....</i>	69
5.3.2	<i>Substansverdimodellen</i>	69
5.4	OPSJONSBASERT VERDIVURDERING	70
5.5	VALG AV VERDSETTELSESMETODE	71
5.5.1	<i>Fremgangsmåte for fundamental verdivurdering.....</i>	72
6.	REGNSKAPSANALYSE.....	73
6.1	UTFORDRINGER MED BRUK AV REGNSKAPSTALL.....	73
6.2	FORBEREDELSE TIL REGNSKAPSANALYSE	73
6.2.1	<i>Analysenivå</i>	74
6.2.2	<i>Analyseperiode.....</i>	74
6.2.3	<i>Sammenlignbare virksomheter</i>	75
6.3	PRESENTASJON AV RESULTATREGNSKAP OG BALANSE.....	75
6.3.1	<i>Presentasjon av resultatregnskap 2012-2018.....</i>	76
6.3.2	<i>Presentasjon av balansen 2012-2018.....</i>	77
6.4	OMGRUPPERING.....	78
6.4.1	<i>Omgruppering av resultatregnskapet.....</i>	78
6.4.2	<i>Omgruppering av balansen.....</i>	89
6.5	ANALYSE AV MÅLEFEIL OG JUSTERING.....	96
6.5.1	<i>Målefeil type 1.....</i>	96
6.5.2	<i>Målefeil type 2.....</i>	97
6.5.3	<i>Målefeil type 3.....</i>	98
7.	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLSANALYSE	99
7.1	ANALYSE AV KORTSIKTIG RISIKO – LIKVIDITETSANALYSE	99
7.1.1	<i>Likviditetsgrad 1.....</i>	100
7.1.2	<i>Kontantstrømanalyse</i>	101
7.1.3	<i>Rentedekningsgrad.....</i>	103
7.1.4	<i>Langsiktig finansiell gjeldsdekning</i>	104
7.1.5	<i>Netto driftsrentabilitet.....</i>	105

7.2	ANALYSE AV LANGSIKTIG RISIKO – SOLIDITETSANALYSE	106
7.2.1	<i>Egenkapitalandel</i>	106
7.3	ANALYSE AV KAPITALSTRUKTUR.....	107
7.4	SYNTETISK RATING	108
8.	HISTORISK AVKASTNINGSKRAV	111
8.1	AVKASTNINGSKRAV TIL TOTALKAPITALEN	111
8.2	AVKASTNINGSKRAVET TIL EGENKAPITALEN	111
8.2.1	<i>Markedets risikopremie</i>	112
8.2.2	<i>Risikofri rente</i>	113
8.2.3	<i>Gjennomsnittlig egenkapitalbeta</i>	114
8.2.4	<i>Illikviditetspremie</i>	116
8.3	AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD	117
8.3.1	<i>Krav til avkastning på finansiell gjeld</i>	117
8.3.2	<i>Krav til avkastning på finansielle eiendeler</i>	118
8.3.3	<i>Estimert avkastningskrav til netto finansiell gjeld</i>	119
8.4	FINANSIELLE BETAER	120
8.4.1	<i>Finansiell gjeldsbeta</i>	120
8.4.2	<i>Finansiell eiendelsbeta</i>	120
8.4.3	<i>Netto finansiell gjeldsbeta</i>	122
8.5	AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL	122
8.6	EGENKAPITALKRAV.....	123
8.7	KRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL - WACC	124
9.	ANALYSE AV LØNNSOMHET OG STRATEGISK FORDEL.....	125
9.1	STRATEGISK FORDEL	125
9.2	EGENKAPITALRENTABILITET	126
9.3	DEKOMPONERING AV EGENKAPITALRENTABILITETEN	128
9.3.1	<i>Analyse av finansieringsfordel</i>	128
9.3.2	<i>Analyse av driftsfordel</i>	132
9.3.3	<i>Strategisk fordel oppsummert</i>	140
10.	FREMTIDSREGNSKAP.....	142
10.1	FORVENTNINGER TIL FREMTIDEN	142
10.2	ANALYSE AV TIDLIGERE VEKST	144
10.2.1	<i>Historisk driftsinntektsvekst</i>	145
10.2.2	<i>Historisk kapitalvekst</i>	146
10.3	VALG AV BUDSJETTHORISONT	149
10.3.1	<i>Valg av detaljnivå</i>	150
10.3.2	<i>Valg av framskrivningsteknikk</i>	150
10.4	BUDSJETTDRIVERE	151
10.4.1	<i>Budsjettdriver 1- Driftsinntektsveksten</i>	151
10.4.2	<i>Budsjettdriver 2 - Omløpet til netto driftseiendeler</i>	152
10.4.3	<i>Budsjettdriver 3- Netto driftsresultat</i>	153
10.4.4	<i>Budsjettdriver 4 – Netto finansiell gjeld</i>	154
10.4.5	<i>Budsjettdriver 5 – Netto finanskostnad</i>	157
10.5	FREMTIDSREGNSKAP, BALANSE OG KONTANTSTRØM.....	158
10.5.1	<i>Framtidsregnskap</i>	158
10.5.2	<i>Framtidsbalanse</i>	159

10.5.3	<i>Fri kontantstrøm til egenkapital</i>	160
11.	FREMTIDSKRAV OG RENTABILITETSANALYSE	162
11.1	FREMTIDIG EGENKAPITALKRAV	162
11.1.1	<i>Fremtidig risikofri rente</i>	162
11.1.2	<i>Fremtidens markedsrisikopremie</i>	163
11.1.3	<i>Fremtidig egenkapitalbeta</i>	163
11.1.4	<i>Fremtidig illikviditetspremie</i>	164
11.1.5	<i>Fremtidig egenkapitalkrav</i>	164
11.2	FREMTIDIGE FINANSIELLE KRAV	165
11.2.1	<i>Fremtidig finansielt gjeldskrav</i>	165
11.2.2	<i>Fremtidig finansielt eiendelskrav</i>	165
11.2.3	<i>Fremtidig netto finansielt gjeldskrav</i>	166
11.3	FINANSIELLE BETAER.....	166
11.3.1	<i>Finansiell gjeldsbeta</i>	166
11.3.2	<i>Finansiell eiendelsbeta</i>	167
11.3.3	<i>Netto finansiell gjeldsbeta</i>	168
11.4	NETTO DRIFTSKRAV	168
11.5	ANALYSE AV FREMTIDIG SUPERRENTABILITET	169
12.	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	172
12.1	OVERSIKT OVER METODER OG MODELLER	172
12.2	EGENKAPITALMETODEN	172
12.2.1	<i>Fri kontantstrøm til egenkapitalen</i>	173
12.2.2	<i>Superprofittmodellen</i>	173
12.2.3	<i>Superprofittvekstmodellen</i>	174
12.3	SELSKAPSKAPITALMETODEN	176
12.3.1	<i>Fri kontantstrøm fra drift</i>	176
12.3.2	<i>Superprofitt fra drift modellen</i>	177
12.3.3	<i>Superprofittvekst fra drift modellen</i>	178
12.4	KONVERGENS MOT FELLESE VERDIESTIMAT	179
12.5	ANALYSE AV USIKKERHET I VERDIESTIMATET	182
12.5.1	<i>Konkursrisiko</i>	182
12.5.2	<i>Simulering</i>	184
12.5.3	<i>Oppsummering av verdierestimater og usikkerhet</i>	193
13.	SUPPLERENDE/ KOMPARATIV VERDIVURDERING	194
13.1.1	<i>Multipler</i>	194
13.1.2	<i>Komparative aktører</i>	195
13.1.3	<i>Pris/ bok</i>	198
13.1.4	<i>EV/EBIT</i>	199
13.1.5	<i>EV/EBITDA</i>	200
14.	OPPSUMMERING OG KONKLUSJON	202
15.	LITTERATURLISTE	203

1. Innledning

Innledningsvis ønsker vi å redegjøre for valg av tema og verdsettelsesobjekt. Videre presenteres målsetningen med utredningen og det foretas nødvendige avgrensninger. Avslutningsvis presenteres utredningens struktur.

1.1 Motivasjon

Å verdsette en aktør i dagligbransjen var et naturlig valg da vi bestemte oss for å skrive en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelsesoppgave. Grunnen er at det norske dagligvaremarkedet har hatt en relativt stabil markedsstruktur. Inntil 2015 besto i hovedsak markedet av NorgesGruppen, Coop, Rema 1000, Bunnpris og ICA. ICA ble kjøpt opp av Coop, hvilket førte til at øvrige fire aktører kontrollerer tilnærmet 100% av markedsandelene. I løpet av de siste årene har de derimot fått konkurranse fra nye aktører som nettbutikker og matkasser. Nylig har det også vært en rekke medieoppslag i vedrørende konkurransen i dagligvarebransjen. Aktørene i bransjen hevder hard priskonkurranse, mens konkurransetilsynet har iverksatt en granskning av forhold som kan skade konkurransen (Hopland, 2019). Valget av aktør falt naturlig på NorgesGruppen som er betydelig større enn sine konkurrenter. Vi ønsket å undersøke hvilke strategiske fordeler som danner grunnlag for deres sterke markedsposisjon. Samt hvordan fordelene gir utslag i lønnsomheten deres, sammenlignet med bransjen.

1.2 Formål og avgrensning

Formålet med denne masterutredningen er å finne et estimat på egenkapitalverdien til NorgesGruppen per 31.12.2018. Utredningen bygger på informasjon fra årsrapporter og offentlig tilgjengelig informasjon. Vi anser dagligvarebransjen som en lite konjunkturutsatt bransje med relativt få svingninger i regnskapstallene, vi tar derfor utgangspunkt i regnskapsdata fra 2012 til 2018.

1.3 Struktur

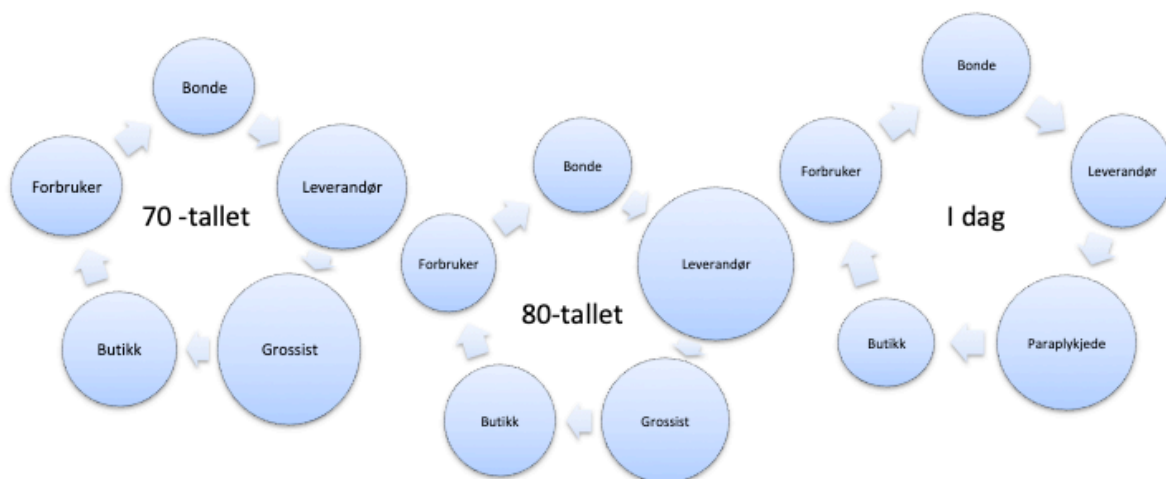
Utredningen vil følge strukturen i Kjell Henry Knivsflå sitt kurs BUS440. I første kapittel ønsker vi å presentere NorgesGruppen, bransjen og komparative virksomheter. Så følger den strategiske analysen hvor vi analyserer driftsfordel og finansieringsfordelen til NorgesGruppen. Videre vil vi presentere et generelt rammeverk for verdsettelse, før vi begrunner vårt metodevalg. Vi utfører så en regnskapsanalyse basert på årsregnskapene fra 2012 til 2018. I regnskapsanalysen omgrupperer vi både regnskap og balansen til NorgesGruppen, samt utfører eventuelle justeringer. Etter regnskapet er omgruppert utarbeider vi en forholdstallsanalyse og identifiserer historiske avkastningskrav. Vi anvender så avkastningskravene til å kvantifisere den strategiske fordelene til NorgesGruppen. Regnskapsanalysen og den strategiske analysen brukes for å utarbeide et fremtidsregnskap med tilhørende avkastningskrav. Når fremtidsregnskapet er ferdig utfører vi en fundamental og komparativ verdivurdering, før endelig verdiestimat presenteres.

2. Presentasjon av bransje og selskap

I følgende kapittel presenterer vi den norske dagligvarebransjen og NorgesGruppen. Vi har sett på historisk utvikling i dagligvarebransjen og faktorer som kjennetegner bransjen i dag. I tillegg har vi sett nærmere på NorgesGruppen sin historiske utvikling. Dette gjøres for å få en bedre forståelse for NorgesGruppen og bransjen de opererer i.

2.1 Historisk utvikling i dagligvarebransjen

Vi starter med å se på hvordan dagligvarebransjen har utviklet seg over tid. Det har skjedd store endringer de siste tiårene og vi har tatt for oss de viktigste utviklingstrekkene. Som presentert i figur 1 ser vi en klar endring i styrkeforholdet mellom aktørene i verdikjeden. På 70-tallet var det grossistene som hadde mye av makten i markedet, dette skyldes at det i stor grad var uavhengige butikker uten tilknytning til en kjede. På 80-tallet endret styrkeforholdet seg til leverandørene, men overgangen til flere butikkjeder flyttet makten vekk fra leverandørene. Og har ført til at dagens dagligvarebransjen stort sett består av tre store aktører; NorgesGruppen, Coop og Rema 1000. Ytterligere presentasjon av aktørene kommer i kapittel 2.4 (NOU 2011:4).

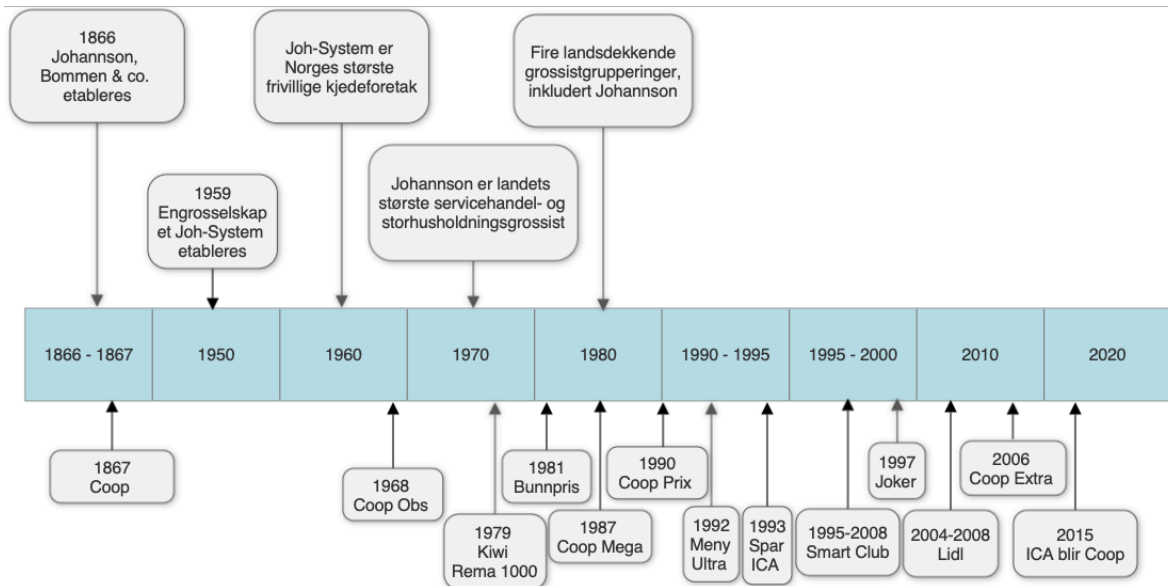


Figur 1 Endring i styrkeforholdene mellom aktørene i verdikjeden (NOU, 2011:4)

På 1970- tallet var innflytelsen fra grossister og enkelte store leverandører stor og de påvirket på hva som ble solgt i butikkene. Både matproduksjon og matomsetningen hadde regionalt preg (NOU 2011:4). Detaljistene var mindre enn i dag og i større grad uavhengige. Det var altså ikke kjedekonseppter slik vi ser i bransjen i dag. På 1980- tallet endret innflytelsen seg til fordel for leverandørene. Mye av grunnen til at leverandørene fikk størst makt var at prisene de satt i stor grad var bestemmende for detaljistene. Butikkstrukturen var fortsatt preget av selvstendige kjøpmenn med lite konkurranse på detaljistledet. Dette endret seg imidlertid på 80-tallet. Fra 1981 til 1992 økte andelen butikker som var tilknyttet en kjede fra 39% til 96% (NOU 2011:4). Utover på 90-tallet ble de store kjedebutikkene vi kjenner i dag opprettet (NorgesGruppen, u.d. b).

2.2 Historisk utvikling i NorgesGruppen

Starten på selskapet som i dag er kjent som NorgesGruppen var Johannson Bommen & co, et engrosselskap opprettet i 1866. Bommen forlot selskapet etter 25 år og Johannson drev det videre alene, engrosselskapet ble etterhvert det ledende selskapet på Østlandet. I 1958 kontrollerte Johannson alt fra råvarene til pakking av ferdige produkter. Året etter ble Joh-system (senere ASKO) lansert som en frivillig kjede av kjøpmenn. Kjøpmennene forpliktet seg til å kjøpe varer fra engrosselskapet, mens de tidligere hadde kjøpt fra flere distributører. I løpet av et par år var Joh-system det største frivillige kjedeforetaket i Norge (NorgesGruppen, u.d. b). På 80- tallet ble andelen grossister redusert, men Joh. Johannesen og ASKO- selskapene består. Gjennom oppkjøp av lokale grossister, ble de landets største servicehandel og storhusgrossist. NorgesGruppen opprettet den første Kiwi butikken i 1979 og på 90- tallet kom Meny, Spar og Joker. I figur 2 er viktige historiske hendelser for NorgesGruppen og den norske dagligvarebransjen presentert.

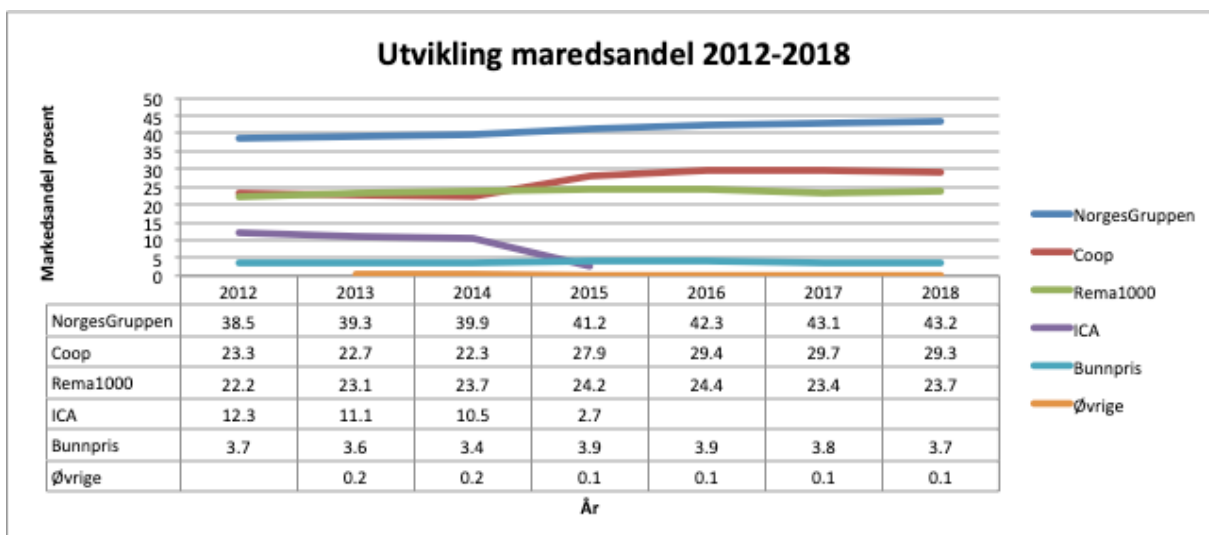


Figur 2 Historisk utvikling i dagligvarebransjen (Coop Norge, u.d.a; Coop Norge, 2017b; Coop Norge, u.d.a; NOU 2011:4; Rema 1000, 2015; NorgesGruppen, u.d. b)

2.3 Dagligvaremarkedet I 2018

I dag er dagligvaremarkedet dominert av tre vertikalt integrerte aktører, som kontrollerer omlag 96% av markedet. NorgesGruppen er den største aktøren med en markedsandel på 43,2% i 2018, videre følger Coop med 29,3% og Rema 1000 med 23,7%. I tillegg har Bunnpris en markedsandel på 3,7%, øvrige butikker har kun 0,1% av markedet. I 2018 var total omsetning i dagligvaremarkedet 176 milliarder kroner (Nielsen, 2019a). I de følgende avsnittene går vi gjennom segmentene i det norske dagligvaremarkedet. Samt faktorer som preger markedet og aktørene, hvilket inkluderer forhandlinger, egne merkevarer (EMV) og lojalitetsprogram. Ettersom Bunnpris sin markedsandel er betydelig lavere enn de resterende kjedene har vi valgt å fokusere på NorgesGruppen, Coop og Rema 1000 videre.

I 2014 ble Coop sitt oppkjøp av ICA godkjent av konkurransetilsynet. Dette førte til at Coop sin markedsandel økte fra 22,3% i 2014 til 27,9% i 2015. Coop ble dermed den nest største aktøren i bransjen. NorgesGruppen overtok 50 butikker og Bunnpris overtok 43, hvilket økte markedsandelene med henholdsvis 1,3% og 0,5% (Konkurransetilsynet, 2015). Bortsett fra oppkjøpet av ICA har markedsandelene vært relativt stabil for alle aktørene. I analyseperioden har det ikke oppstått andre hendelser av vesentlig betydning.



Figur 3 Markedsandeler (Nielsen, 2014; Dagligvarehandelen, 2016; Dagligvarehandelen, 2018)

2.3.2 Verdikjede

Som nevnt tidligere har det skjedd store endringer i markedsstrukturen de siste tiårene. Verdikjeden består i dag av et detaljistledd, grossistledd og produksjonsledd. I tillegg er eiendomsvirksomheten en viktig del av verdikjeden for aktørene i dagligvaremarkedet.



Figur 4 Verdikjeden i dagligvarebransjen

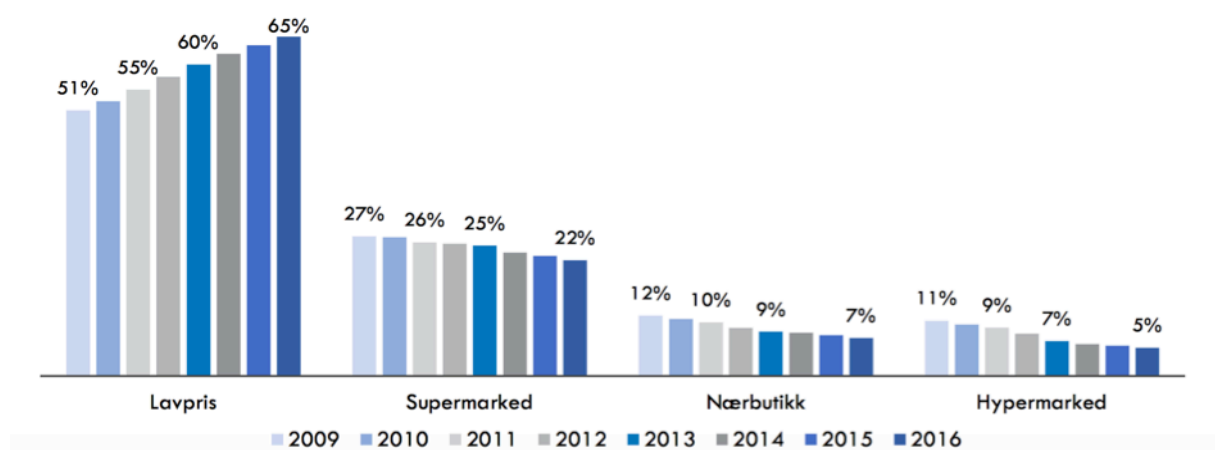
Produksjonsledd: Leverandørene forsyner dagligvarebutikkene med produkter som videreselges til forbrukerne. Leverandørleddet består av norske og utenlandske aktører av ulik størrelse (Oslo Economics, 2017). Matkjedeutvalget (NOU 2011:4) påpeker at mange av leverandørmarkedene i Norge er svært konsentrert og markedsandelene til de tre største aktørene ofte overstiger 80%. Spesielt innenfor markedet for frukt og grønt, kjøtt og meieri er konsentrasjonen høy på grunn av importvernet (Oslo Economics, 2017).

Grossistledd: En grossist er en aktør som kjøper inn varer fra leverandørene/produsentene og har ansvar for lager og logistikkvirksomhet (Menon Economics, 2018). I dag er grossistleddet en integrert del av paraplykjedene for å sikre vareflyt fra leverandør til den enkelte butikk (Oslo Economics, 2017). I 2005 var 50% av distribusjonen gjennom kjedenes egen virksomhet, mens det allerede i 2008/09 var oppe i 80-90% (Landbruks- og matdepartementet, 2011).

Detaljstledd: Butikkvirksomheten til kjedene består av en portefølje av butikker som enten eies av kjedene eller drives som franchise (Oslo Economics, 2017). Ved utgangen av 2018 eksisterte det totalt 3840 dagligvarebutikker i Norge (Nielsen, 2019a). I Norge er Rema 1000 den eneste kjeden som rendyrker franchisekonseptet, mens NorgesGruppen har en blanding av egneide og franchisebutikker.

2.3.3 Segment

Butikkene kan deles i ulike segment; lavpris, nærbutikk, supermarked og hypermarked (Nielsen, referert i Oslo Economics, 2017). Skillet mellom disse er ikke like tydelig i Norge som i andre land. Typisk kategoriseres kjedene ut fra faktorer som sortimentets størrelse, innslag av ferskvarer og betjente ferskvedisker (NOU 2011:4).



Figur 5 Hentet fra Oslo Economics (2017)

Lavprisbutikker kjennetegnes av begrenset vareutvalg og pris som hovedbudskap i markedsføringen. I det norske dagligvaremarkedet regnes Rema 1000, Kiwi, Bunnpris, Coop

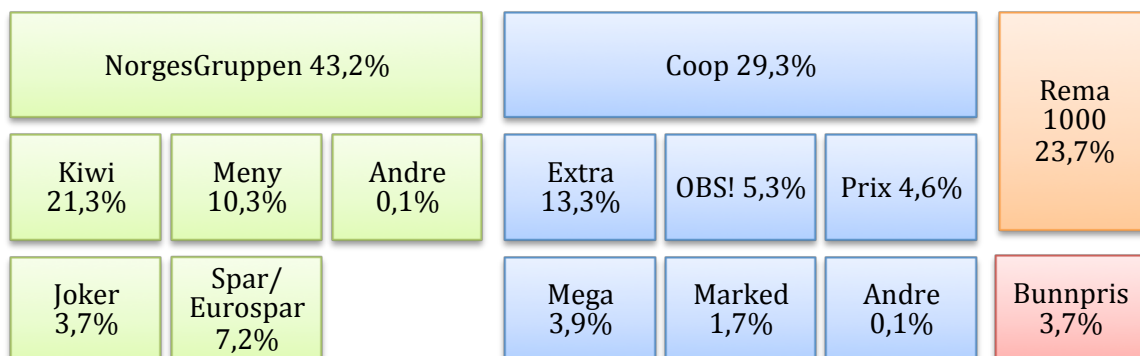
Extra og Coop Prix som lavprisbutikker (Menon Economics, 2018). Lavprissegmentet har opplevd stor vekst, og hadde i 2018 en markedsandel på 66,5% (Nielsen, 2019a).

Nærbutikker er butikker i mindre befolkede strøk, hvor kundetettheten er lav. Joker, Nærbutikken og Coop Marked er butikker som kategoriseres som nærbutikker (Menon Economics, 2018). Nærbutikksegmentet hadde i 2018 en markedsandel på 6,8% (Nielsen, 2019a).

Supermarkeder har et bredere utvalg og større fokus på handleopplevelsen. Meny, Spar og Coop Mega er eksempler på norske supermarkeder (Menon Economics, 2018). Supermarkedssegmentet hadde i 2018 en markedsandel på 21,4% (Nielsen, 2019a).

Hypermarkeder har et vareutvalg som omfatter både dagligvarer og en større andel husholdnings- og fritidsrelaterte varer. I Norge er Coop Obs det nærmeste et hypermarked (SNL, 2010). Hypermarkedsegmentet er det minste segmentet i det norske dagligvaremarkedet, og hadde i 2018 en markedsandel på 5,3% (Nielsen, 2019a).

De fire segmentenes markedsandeler har endret seg betraktelig de siste årene. Lavprissegmentet har kapret markedsandeler på bekostning av de andre. Grunnen til dette kan være at pris er blant de viktigste faktorene når kunder velger dagligvarebutikk. I tillegg er differansen i vareutvalget for norske lavprisbutikker og supermarkeder ikke like stor som i andre land (Menon Economics, 2018).



Figur 6 Markedsandel fordelt på profilhus

2.3.4 Forhandlinger

Hver høst forhandles det mellom grossistene og leverandørene. Kjedene forhandler med de største leverandørene og forhandlingene kalles gjerne for ”høstjakten” (Oslo Economics, 2017). NorgesGruppen oppgir å forhandle med rundt 140 av 1100 merkevareleverandører, forhandlinger med mindre leverandører gjennom året kommer i tillegg (NorgesGruppen, 2018b). Vi antar at Rema 1000 og Coop forhandler med et lignende antall leverandører. I følge Oslo Economics (2017) sin rapport står varekostnaden for 80% av kjedenes variable kostnader. Forhandlinger og innkjøp er strategisk viktig for kjedene og gjennomføres på konsernnivå. Under forhandlingene bestemmes det hvilke varer som skal få tilgang til butikkhyllene og til hvilke betingelser. Betingelser avhenger av innkjøpsvolum, samt hvilken posisjon leverandøren oppnår i butikken og hvor åpen kjeden er for produktinnovasjoner. Kontraktene som inngås inneholder ofte mer enn en lineær pris. Det forhandles om rabatter, tilbudskampanjer/joint marketing og samarbeidsbonuser (Oslo Economics, 2017).

2.3.5 Egne merkevarer (EMV)

Utgård (2010, p. 115) definerer egne merkevarer (EMV) som ”produkter med merkenavn som er eid eller på annen måte kontrollert av dagligvarekjeden, og som kun er i salg i den aktuelle kjeden og ikke hos konkurrentene”. I dag kan man dele EMV i fire kategorier. Først, *generic brands*, de billigste, generiske produktene som inkluderer NorgesGruppens First Price, Rema1000s Landlords og Coops X-tra. Videre *me-to brands*, produkter som er like god som merkevarene, men til lavere pris. Eksempler på disse er NorgesGruppens Eldorado og Rema100s Gode Hav og Solving. Neste kategori er differensierte EMV, produkter som skiller seg ut ved å være økologisk eller fair -trade. Coop sitt Anglamark er et godt eksempel på dette. Den siste kategorien *premium private label*, inkluderer produkter som er like (eller mer) eksklusiv som merkevarene. Coop sin Smak forskjellen og NorgesGruppens Jacobs utvalgte tilhører denne kategorien (Utgård, 2010).

Coop sin lansering av merkeløse varer i 1980 kan sies å være starten på EMV i Norge, men det var ikke før på 90 -tallet kjedene virkelig begynte å satse. Andelen EMV har opplevd stor vekst de siste tiårene, i 1996 var andelen EMV 3,7%, mens i 2000 var omsetningsandelen knappe 8% (Hem og Grønhaug, 2001, referert i Utgård, 2010). I 2016

var andelen EMV 16,8% av total omsetning, ferskvarer har høyest andel med 27%, etterfulgt av dypfrost mat og pakket mat (Menon Economics, 2018). Paraplyaktørens satsning på EMV kan skyldes at det øker forhandlingsmakten overfor leverandørene. I tillegg kan det potensielt øke kundelojaliteten ved at kunden kun finner merkevaren i en butikk/kjede (Utgård, 2010).

2.3.6 Lojalitetsprogram

Alle de tre paraplykjedene tilbyr egne lojalitetsprogrammer, NorgesGruppen har Trumf, Rema 1000 har Æ og Coop har Coop Medlem. Lojalitetsprogrammene er forskjellig i hvordan de er utformet, samt hvor bredt butikkutvalget er.

Coop var først ute med medlemsprogram i form av et samvirkelag som ble stiftet allerede i 1868. Medlemsprogram og medlemskort slik vi kjenner de i dag ble introdusert i 1990, og mellom 1990 og 2006 ble antall medlemmer doblet. Ved utgangen av 2017 hadde Coop 1,6 millioner medlemmer (Coop Norge SA, 2017a). Coop sitt lojalitetsprogram gir konsumenten fordeler ved handel i butikk, samt gjennom samarbeidspartnere. Medlemmene opptjener bonus på kjøp hos Coop og samarbeidende partnere, som utbetales som årlig kundeutbytte. I tillegg mottar medlemmene personaliserte verdikuponger (Coop Norge, u.d.b)

NorgesGruppen sitt fordelsprogram Trumf ble lansert i 1997. Det kan sammenlignes med Coop Medlem ved at man samler bonus ved å handle både i NorgesGruppen sine butikker, men også hos samarbeidende partnere. Bonusen kan brukes hos samarbeidende partnere eller overføres direkte til kunden. Ved utgangen av 2018 hadde Trumf 2,2 millioner medlemmer (NorgesGruppen, 2019b)

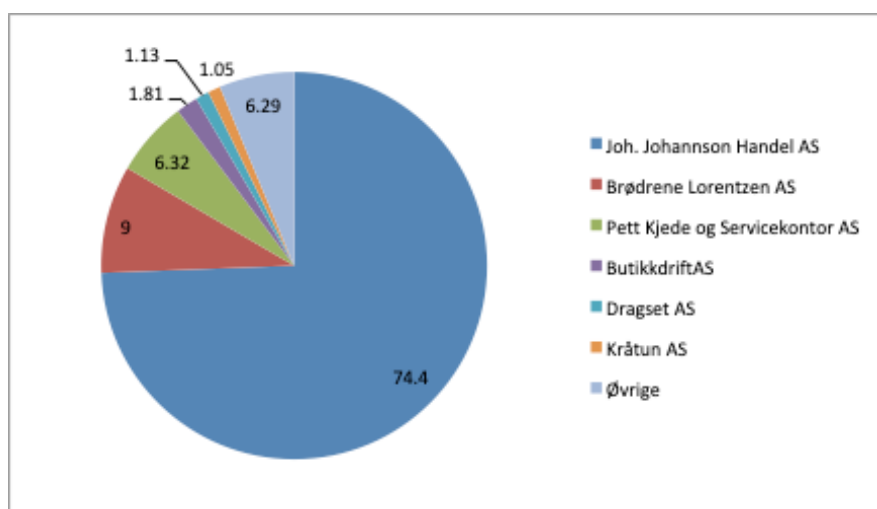
Rema 1000 sitt lojalitetsprogram Æ ble lansert i 2017 og hadde 12.januar 2017 800 000 nedlastninger/medlemmer (Molnes & Tuv, 2017). Den skiller seg fra de øvrige ved at fordelene kun er gjeldende i Rema 1000 sine butikker. Det opptjenes ikke bonus, da kunden mottar kundefordelene direkte i kassen (Rema 1000, u.d.).

Formålet med lojalitetsprogrammene er å øke kundenes lojalitet til kjedene, ved å øke byttekostnaden. Informasjonen kjedene får gjør det mulig å personalisere rabatter og annen markedsføring direkte til konsumenten. Hvilket igjen fører til økte byttekostnader. På den annen side er rabattene som medlemmene mottar i seg selv ikke er lojalitetsskapende, da de i liten grad er basert på hvor lojal kunden er og lengden på kundeforholdet (Oslo Economics, 2017).

2.4 NorgesGruppen i 2018

2.4.1 Presentasjon av NorgesGruppen

NorgesGruppen er organisert som et allmennaksjeselskap, hvor Joh. Johannson eier 74,4% av aksjene. De største eierne er i hovedsak tilknyttet dagligvarebransjen, Brødrene Lorentzen AS driver import av matvarer. Pett Kjede og Servicekontor AS er gründerne bak Kiwi, men driver i dag hovedsakelig med handelseiendom (NorgesGruppen, 2019a).



Figur 7 Eierandeler, kilde NorgesGruppen (2019)

Morselskapet NorgesGruppen ASA har i alt 313 datterselskaper, hvor majoriteten er 100% eid. All vesentlig virksomhet er basert i Norge. NorgesGruppen opererer i dagligvarebransjen og servicemarkedet i Skandinavia med hovedfokus i Norge. De har ulike kjedekonsepter i det norske markedet, lavprisbutikker, supermarkeder og nærbutikker. Innenfor dagligvarer har de butikkene Kiwi, Meny, Spar og Joker. I tillegg har de også Deli

de Luca, Mix og Jafs som er servicehandel konseptene deres. Antallet dagligvarebutikker er 1834 fordelt over hele landet, hvor 1009 er kjøpmannseide (NorgesGruppen, 2019a). I 2018 hadde NorgesGruppen en vekst i eksisterende butikker på 3,3%, markedsveksten var til sammenligning på 2,8%.

NorgesGruppen sine nøkkelverdier er ansvarlig, samarbeidsorientert og kundeorientert. Det er kundenes behov som skal være selskapets rettesnor. Virksomheten skal være basert på langsiktighet, tillit, kompetanse, effektivitet og lønnsomhet i hele verdikjeden (NorgesGruppen, 2018d). Visjonen deres er ”.. å gi deg en bedre hverdag. Vi står på hver eneste dag for at forbrukerne skal velge våre butikker. Derfor er vi opptatt av å ha det mest attraktive vareutvalget til lavest mulig kostnad. Vi skal sørge for at kundene sparer tid og penger, at de får gode matopplevelser, og at det blir enklere å ta sunne og grønne valg”. (NorgesGruppen, 2018d, p. 3).

2.4.2 Profilhus

Dagligvarebutikkene til NorgesGruppen består av profilhusene Kiwi, Meny, Spar og Joker. De har butikker innenfor hvert segment, med unntak av hypermarkedssegmentet. Kiwi kategoriseres som en lavprisbutikk, Meny og Spar hører til supermarkedssegmentet og Joker regnes som nærbutikk (NorgesGruppen, 2018d; NorgesGruppen, 2015a).

Kiwi

I følge NorgesGruppen fokuserer Kiwi på barnefamilier, frukt og grønt, nøkkelhullvarer, lange åpningstider og god beliggenhet. Kiwi er den største kjeden i markedet målt i antall butikker og den nest største målt i omsetning for NorgesGruppen (NorgesGruppen, 2016). I Norge har Kiwi 652 butikker og en markedsandel på 21,3% (Kiwi, 2018; Nielsen, 2019a).

Meny

Meny er Norges største supermarkedkjede. I følge NorgesGruppen fokuserer de på å tilby et bredt vareutvalg, ferskvareavdeling og god service (NorgesGruppen, 2016). I 2018 hadde de 186 butikker og en markedsandel på 10,3%. Meny har også en egen nettbutikk som omsatte for 270 millioner i 2018, hvilket er en tredobling fra året før (NorgesGruppen, 2019a)

Spar

NorgesGruppen har rettighetene til å bruke Spar-navnet i Norge. Opprinnelig er det et nederlandsk selskap, som i dag er verdens største supermarkedkjede med over 12 000 butikker i 40 land (Spar, 2014). NorgesGruppen skriver at Spar skal være et supermarked med lokal tilpasninger og et godt utvalg av ferskvarer i kombinasjon med gode priser. EUROSPAR er konseptet for de største SPAR- butikkene som har et større utvalg ferskvarer og ferdigmat (NorgesGruppen, 2016). Spar har 262 butikker og Eurospar har 28 butikker i Norge (Spar, 2018). De hadde i 2018 en markedsandel på 7,2% (NorgesGruppen, 2019a).

Joker

Joker blir kategorisert som nærbutikk, lokalisert i byer og utkantstrøk. Utvalget består av typiske ”nærbutikk-varer”, altså det kunden trenger av dagligvarer, frukt og grønt, samt brød og bakevarer (NorgesGruppen, 2016). Joker består av 465 butikker og hadde en markedsandel på 3,7% i 2018 (Joker, 2017; NorgesGruppen, 2019a).

2.5 Komparative selskap

Dagligvaremarkedet kan beskrives som delt mellom de største paraplykjedene NorgesGruppen, Coop og Rema 1000. De er landsdekkende aktører og konkurrerer i det samme markedet, med hovedfokus i Norge. Kjedene kan betegnes som vertikalt integrert, samlet har de tilnærmet kontroll over hele grossistledet. I tillegg produserer alle EMV i større eller mindre grad, de har også egne lojalitetsprogrammer (Oslo Economics, 2017).

2.5.1 Coop Norge

Coop er Norges nest største dagligvareaktør, og den største aktøren innenfor privatsegmentet i byggmarkedet. Coop Norge konsernet har en bredt sammensatt virksomhet. Den omfatter grossist, industri, eiendomsvirksomhet, samt butikkdrift. Omsetning i 2017 var på 45 584 MNOK. Coop er organisert som et samvirkelag med 1,6 millioner medlemmer som eier virksomheten. I 2017 hadde Coop 87 samvirkelag, 1250 butikker (inkludert Obs bygg og

Coop Byggmix) og 28 000 ansatte. Dagligvarebutikkene alene utgjorde per 31.12.2017 1120 stykker (Coop Norge SA, 2017a).

Coop er vertikalt integrert, i tillegg til butikkdrift produserer de varer selv, driver grossistvirksomhet og eiendomsvirksomhet. Selv om Coop er delt i samvirkelag er sentrale funksjoner som innkjøp, vareforsyning og kjededrift organisert på nasjonalt nivå gjennom grossistvirksomheten Coop Norge. Coop Norge skiller seg fra NorgesGruppen og Rema 1000 ved at de kun distribuerer varer til egne butikker (Oslo Economics, 2017). De var også den første kjeden som introduserte EMV i Norge (Utgård, 2010). De produserer egne merkevarer under navnene Coop Norge Kaffe AS, AS Røra Fabrikker, AS Margarinfabrikken Norge, Nord Blomst AS, Tradeway AS og Gomanbakeren Holding AS. De driver også med eiendomsvirksomhet gjennom Coop Norge Eiendom (Oslo Economics, 2017).

Coop sin detaljistvirksomhet er delt i seks dagligvarebutikker; Extra, Obs, Prix, Mega, Marked og Matkroken. I tillegg til byggevirksomhet gjennom butikkene Obs Bygg og Coop Byggmix. Extra butikkene regnes som en lavprisbutikker, og konkurrerer i hovedsak mot Kiwi og Rema1000 på pris. Obs butikkene hører inn under hypermarkedsegmentet, hvor fokuset er å tilby et bredt vareutvalg. Det er eneste kjeden i Norge som kan regnes som et hypermarked. Mega hører til supermarkedssegmentet og har fokus på ferskvarer, fagkunnskap og et bredt vareutvalg. Prix, Marked og Matkroken regnes alle som nærbutikker og utgjør en mindre andel av Coop sine butikker (Coop Norge SA, 2017a).

Konkurransetilsynet godkjente oppkjøpet av ICA i mars 2015, hvilket utgjorde 550 butikker. Ved godkjenningen av oppkjøpet, forpliktet Coop til seg å selge 93 av butikker, 43 til Bunnpris og 50 til NorgesGruppen (Konkurransetilsynet, 2015). Oppkjøpet av ICA gjorde at Coop gikk fra å være den tredje største til å bli den nest største aktøren i dagligvaremarkedet. Butikkene blir driftet av Norsk Butikkdrift, et heleid datterselskap av Coop Norge. Datterselskapets oppgaver er å integrere og drifte butikkene fra Ica (Coop Norge SA, 2017a).

2.5.2 Rema 1000

Rema 1000 tilhører Reitangruppen og er den eneste dagligvareaktøren som rendyrker franchise som driftsform i det norske og danske markedet. Markedsandelen i det norske markedet er på 23,7% og de hadde en omsetning på 54 307 millioner kroner i 2018¹ (Rema 1000, 2019). Per 06.06.2017 hadde de 595 utsalgssteder i Norge (Oslo Economics, 2017).

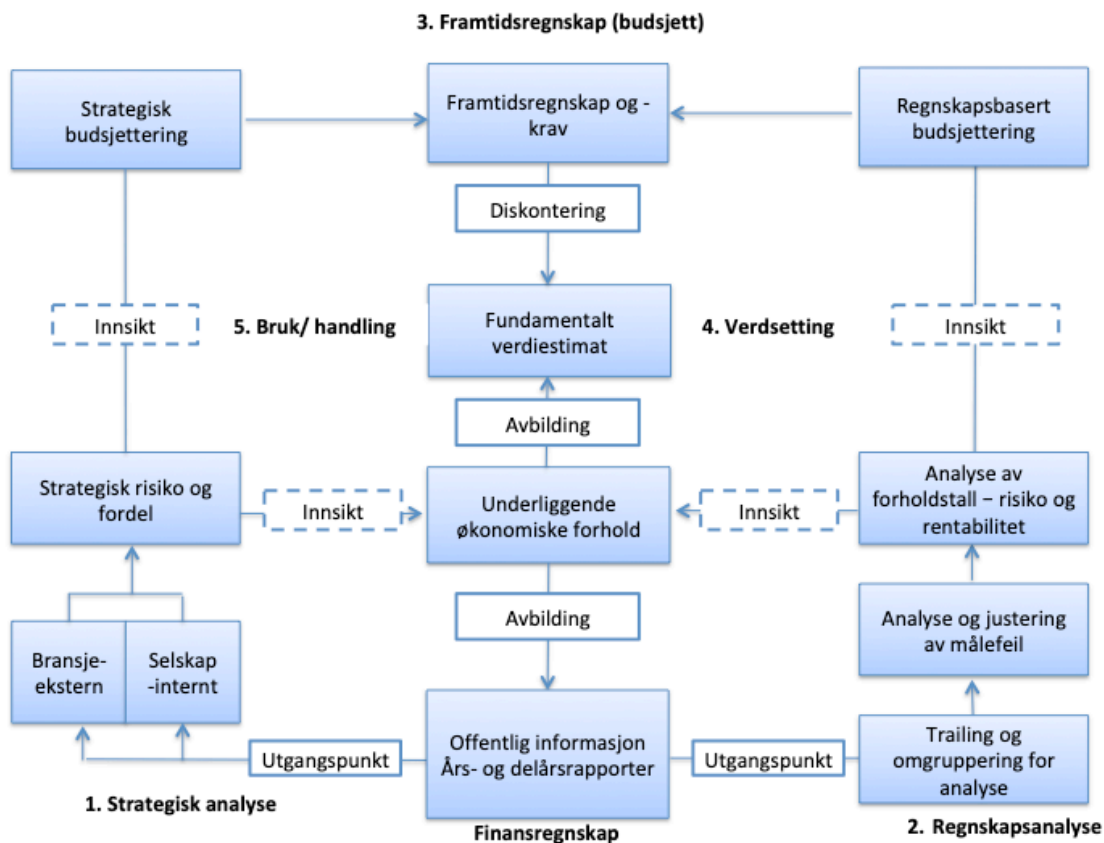
Rema 1000 er inspirert av det tyske lavpriskjeden ALDIs, som var utgangspunktet for den første Rema butikken i Trondheim i 1979 (Rema 1000, 2015). I starten var vareutvalget noe begrenset med mellom 500 og 600 varer, sortimentet ble senere utvidet til 1000 artikler. Dette dannet grunnlaget for navnet Rema 1000. Kjeden skiller seg fra de øvrige ved at de kun har ett kjedekonsept, som konkurrerer i lavprissegmentet (Oslo Economics, 2017).

I likhet med NorgesGruppen og Coop er Rema 1000 vertikalt integrert. De eier produksjon, distribusjon, detaljist og eiendomsvirksomhet. I tillegg til dagligvarebutikkene, driver Reitangruppen også franchisevirksomhet innenfor servicehandelsmarkedet, inkludert Narvesen, 7-eleven, Northland og Uno-X (Oslo Economics, 2017). Rema Distribusjon står for distribusjon av varer til dagligvarebutikkene og servicemarkedet. De har også avtale med Kolonial, Servicegrossistene og Circle- K om distribusjon og innkjøp. Rema Innovasjon produserer egne merkevarer for Rema 1000 sine butikker, i tillegg har de eierinteresser i selskaper som Norsk Kylling, Hugaas Industrier, Stanges Gårdsprodukter, Kolonihagen, Grans Bryggeri, Spekeloftet, Kjelsberg Kaffe og BAMA. De har også eiendomsvirksomhet, for å finne og utvikle egnede eiendommer (Oslo Economics, 2017).

¹ Omsetning for Rema 1000 er butikkomsetning inkl. franchisetakeromsetning er samlet vareomsetning i egneide og franchisedrevne enheter. Omsetningen inkluderer ikke vareomsetning i enheter i og utenfor Reitangruppen.

3. Rammeverk for fundamental verdsettelse

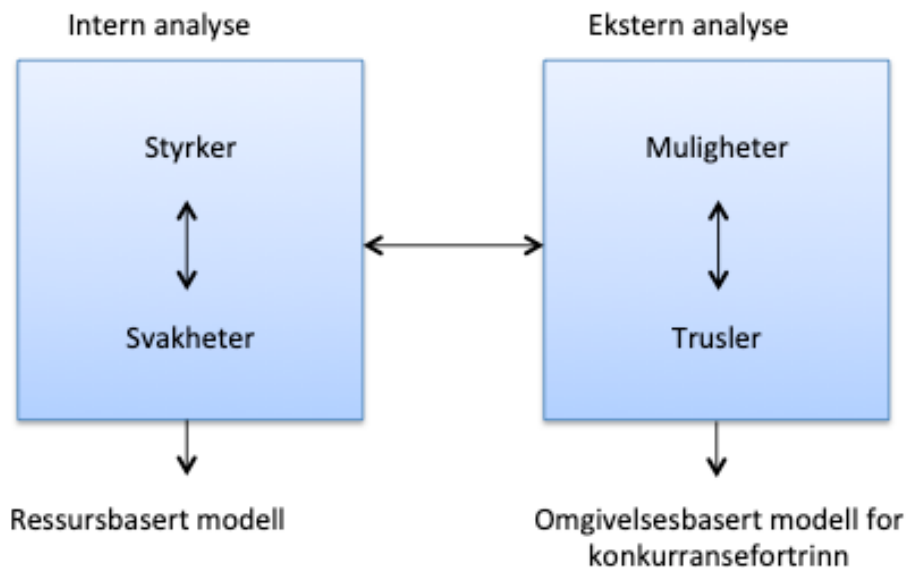
Analysen vår vil ta utgangspunkt i modellen som presentert i Knivsflå (2019a), vist i figuren under. Og suppleres med annen relevant litteratur for hvert kapittel. Innholdet er delt i fem hovedsteg; strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap, verdsettelse og handelsanbefaling. De ulike stegene vil beskrives mer i detalj i tilhørende kapittel.



Figur 8 Rammeverk for fundamental verdsettelse (Knivsflå, 2019a)

4. Strategisk analyse

Den strategiske analysen bygger på rammeverket presentert i figur 9. Figuren illustrerer sammenhengen mellom det eksterne bransjeperspektivet og det interne ressursperspektivet i et SWOT (strengths, weaknesses, opportunities and threat) rammeverk (Barney, 1991). Rammeverket har siden 1960-tallet blitt brukt for å strukturere forskning innenfor strategisk ledelse (Andrews, 1971; Ansoff, 1965; Hofer & Schendel, 1978, referert i Barney, 1991). I følge rammeverket oppnår selskapet et varig konkurransefortrinn ved å implementere strategier som utnytter deres interne styrker gjennom å agere på muligheter, mens de nøytraliserer trusler og unngår intern svakhet (Barney, 1991).



Figur 9 Basert på Barney, 1991

I følge Barney (1991) har mye forskning en tendens til å fokusere på enten eksterne muligheter og trusler, eller interne styrker og svakheter. En svakhet ved eksterne analyser er at de implisitt antar at selskapene i en bransje er identiske i hvilke strategiske ressurser de kontrollerer og hvilke strategier de følger (Porter, 1981; Rumelt, 1984; Scherer, 1980, referert i Barney, 1991). Samt at ressursheterogenitet i en bransje er kortvarig fordi ressursene de bruker er mobil, for eksempel ved at de kan kjøpes og selges i strategiske faktormarkeder (Barney, 1981; Hirshleifer, 1980, referert i Barney, 1991). Disse antakelsene er viktig ved analyse av de eksterne omgivelsene og gjør det nødvendig å utføre en separat analyse for interne ressurser (Barney, 1991).

Den interne ressursanalysen bygger på antakelsene om at bedriftene kan være heterogene i hvilke ressurser de kontrollerer. Samt at ressurser ikke alltid har perfekt mobilitet mellom firmaer, slik at ressursheterogenitet kan være varig. Antakelsene om ressursenes immobilitet og særegenhet vil danne grunnlag for den interne analysen og muligheten for varige konkurransefortrinn (Barney, 1991). Den strategiske analysen vil med bakgrunn i dette bestå av en ekstern bransjeanalyse og en intern ressursanalyse. For den eksterne bransjeanalysen anvender vi Porter sitt *Five Forces* rammeverk fra 1979, supplert med en *PESTEL* analyse, den interne ressursanalysen tar utgangspunkt i Barney sitt *VRIO* rammeverk fra 1991. Resultatene fra analysen vil så oppsummeres i en SWOT analyse.

4.1 Ekstern analyse

For å utføre den eksterne analysen anvender vi to ulike rammeverk. Først utfører vi en analyse av makroforholdene i Norge og hvordan de påvirker dagligvarebransjen. Det blir gjort gjennom en *PESTEL*- analyse. I tillegg utfører vi en *Five forces* analyse for hvordan eksterne trusler påvirker dagligvarebransjen.

4.1.1 Avgrensning av relevant marked

For å kunne gjøre en ekstern analyse må vi avgrense det relevante markedet først. Det relevante markedet har typisk en produktdimensjon og en geografisk dimensjon (Porter, 2008). For dagligvaremarkedet er det utfordrende å finne en klar avgrensning grunnet bransjegliding.

Vi ser først på den geografiske dimensjonen. På nasjonalt nivå fastsettes innkjøp, det gjennomføres forhandlinger med leverandørene og felles kampanjer avtales. Samtidig konkurrerer kjedene om konsumentene på lokalt nivå. Beliggenhet er blant de viktigste faktorene for kunden ved valg av butikk (Forbrukerrådet, 2013). Konkurransen kan således betegnes som både nasjonal og lokal. Vi har valgt å definere det geografiske markedet til butikker i Norge. Grensebutikker anses således som en tilgrensende virksomhet. Begrunnelsen for dette er at majoriteten av befolkningen ikke har tilgang til grensebutikker

på daglig basis. Markedet avgrenses til Norge, for aktører som konkurrerer både lokalt og nasjonalt. Vi antar at det relevante markedet kun består av fysiske butikker. Nettbutikker har kun 1% av den totale omsetningen i dagligvare - og serveringsmarkedet (Virke, 2018). I tillegg er det begrensninger på hvilke geografiske områder nettbutikkene leverer til. Vi har derfor valgt å ekskludere nettbutikker fra det relevante markedet.

Ser vi på produktmarkedet selges dagligvarer også hos bensinstasjoner, kiosker, nettbutikker, serveringssteder og faghandelsbutikker. 1 av 3 forbrukere oppgir dog at de kun handler hos dagligvarebutikkene (Forbrukerrådet, 2013). Dagligvarebutikkene har generelt et annet utvalg enn restauranter, kiosker og bensinstasjoner. Basert på at dagligvarebutikkene står for majoriteten av omsetningen i dagligvare- og serveringsmarkedet, samt de har et totalsortiment, anser vi det som det relevante produktmarkedet.

Det relevante markedet er i videre analyser begrenset til dagligvarebutikker med totalsortiment som konkurrerer nasjonalt og lokalt. Følgelig vil det bestå av NorgesGruppen, Coop, Rema 1000 og Bunnpris. Bunnpris er en mindre aktør enn de overnevnte og de har et innkjøpssamarbeid med NorgesGruppen. Analysen vil følgelig fokusere på NorgesGruppen, Coop og Rema 1000.

4.2 PESTEL – analyse

For å analysere makroforhold (eksterne forhold) som påvirker dagligvarebransjen anvender vi PESTEL rammeverket, dette skal gi en oversikt over forhold som påvirker konkurransesituasjonen. Analysen skal gjøre at en reflekterer rundt hvilken omgivelsesfaktorer som er kritiske for virksomheten, både kortsiktig og langsiktig. En PESTEL-analyse inkluderer politiske (*political*), økonomiske (*economic*), sosiokulturelle (*sociocultural*), teknologiske (*technological*), samfunnsmessige (*environmental*) og legale (*legal*) forhold (Løwendahl & Wenstøp, 2010).

4.2.1 Politiske og juridiske forhold

Politiske forhold i PESTEL- analysen kan være faktorer som stabilitet i og type politisk regime, skatte - og avgiftspolitik og handelsbarrierer. I tillegg kan det være juridiske forhold som monopollovgivning, arbeidsrettigheter, helse- og sikkerhetspolitikk og kunderettigheter (Løwendahl & Wenstøp, 2010). Vi tar utgangspunkt i de faktorene vi anser som mest relevant for dagligvarebransjen.

Myndighetsreguleringer

Konkurransetilsynet har som mål at markeder skal fungere effektivt gjennom å skape konkurranse i markedet. De skal håndheve konkurranseloven, blant annet ved å følge med på at det ikke oppstår ulovlig samarbeid, at det ikke oppstår misbruk av dominerende stillinger og fusjonskontroll. Dersom konkurransen i markedet blir svekket kan dette føre til at prisene blir høyere, det blir dårligere tilbud og kvalitet, samt nyskapingen går tregere (Konkurransetilsynet, u.d.).

Konkurransetilsynet holder oppsyn med konkurransesituasjonen, blant annet gjennom at dagligvarekjedene har meldeplikt på avtaler med store leverandører (Virke, 2016). Konkurransetilsynet godkjente i 2015 oppkjøpet Coop gjorde av Ica Norge, hvilket utgjorde rundt 550 dagligvarebutikker. For at dette oppkjøpet ikke skulle redusere konkurransesituasjonen i dagligvarebransjen ble 93 butikker videresolgt fra Coop til NorgesGruppen og Bunnpris (Landbruksdirektoratet, 2018a). Konkurransetilsynet utførte i april 2018 razzia mot de tre største dagligvarekjedene, grunnet mistanke om ulovlig samarbeid (Hopland, Sagmoen, & Johannessen, 2018). I tillegg ble det i starten av 2019 besluttet å åpne gransking av leverandørprisene i dagligvaremarkedet (Hopland, 2019). Konsekvensene av utredningene er ikke klar, konsekvensene kan ha stor påvirkning på dagligvareaktørene. I avsnitt 4.6 vil vi ta for oss potensielle konsekvensene av stilltiende samarbeid og asymmetriske leverandørpriser.

Forbrukerrådet er en interesseorganisasjon hvor målet er å hjelpe forbrukere ved å påvirke styresmakter og næringslivet på en måte som gagnar forbrukerne (Forbrukerrådet, u.d.). Forbrukerrådet gir informasjon, råd og veiledning om rettigheter og plikter til forbruker. De

tilbyr også mekling i klagesaker mellom forbruker og næringsdrivende. De publiserer rapporter som fokuserer på problemer i bransjen, spesielt knyttet til pris og konkurranse.

Importvern

Importvern er begrensninger på import av varer fra utlandet (Christensen, 2014). Dette er innført i Norge for å opprettholde norsk matproduksjon (Oslo Economics, 2017). Tollavgifter på landbruksprodukt er en viktig del av norsk landbrukspolitikk, tollsatsen er særlig høy på importerte varer som også produseres i Norge (Christensen, 2014). Samt til dels bearbeidede landbruksvarer som er dekket av råvarekompensasjonsordningen (RÅK). RÅK er en kompensasjon som blir gitt for å jevne ut prisforskjellene på jordbruksråvarer mellom Norske og utenlandske leverandører. Målet er å kunne kompensere for ulemper primærprodusenter har i Norge. Dette kan være alt fra klimavariasjoner, transportvei og kostnader ved produksjon (Oslo Economics, 2017). Dette gjøres for at norsk næringsmiddelindustri skal kunne produsere og omsette industrielt bearbeidede jordbruksvarer. Samtidig som de skal være konkurransedyktige sammenlignet med utlandet (Landbruksdirektoratet, 2018a).

Importvernet har ført til at nasjonale aktører dominerer innenfor visse varekategorier. Områder som er spesielt beskyttet av importvernet er blant annet meieri, kjøtt og frukt. Dette har ført til at noen aktører blir dominerende innenfor sin varekategori. For eksempel har Tine om lag 80 prosent av markedet for drikkemelk og Bama har en betydelig posisjon innen frukt, bær og grønt. I tillegg har Nortura, som står bak blant annet Gilde og Prior, en markedsandel på 45% i produktsegmentene de er tilstede i (Oslo Economics, 2017).

Lover, myndighetsreguleringer, forskrifter, reguleringer og politiske beslutninger vil vi anslå har relativt stor påvirkning på dagligvarebransjen.

<i>Politiske og juridiske forhold</i>	<i>Grad av påvirkning</i>
Konkurransetilsynet	Høy
Forbrukerrådet	Middels
Importvern	Høy

Totalt for politiske og juridiske forhold	Høy
---	-----

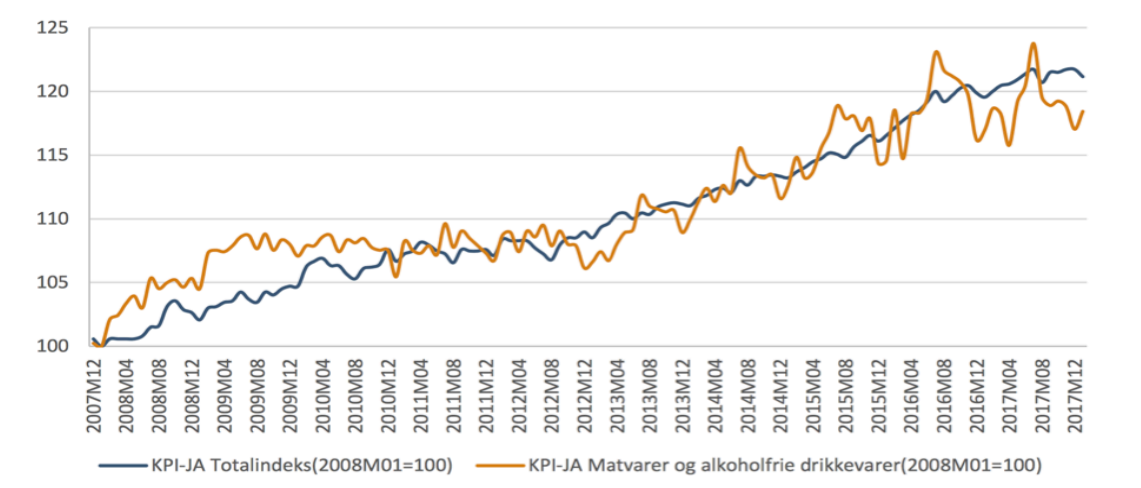
Tabell 1 PESTEL - Politiske og juridiske forhold

4.2.2 Økonomiske forhold

I en PESTEL analyse består økonomiske forhold typisk av renter, inflasjon, sparing, arbeidsledighet og inntektsnivå (Løwendahl & Wenstøp, 2010).

Konsumprisindeks (KPI)

Konsumprisindeksen (KPI) beskriver utviklingen i konsumpriser for varer og tjenester etterspurt av private husholdninger bosatt i Norge. Endringen i KPI er et vanlig mål for inflasjon. I figur 10 vises KPI - JA, hvilket betyr at tallene er justert for reelle avgiftsendringer. Som vi ser av figuren er det en relativ lik eller en svakere utvikling for matvarer og alkoholfri drikke, enn total konsumprisindeksen. De siste årene har det vært tegn til mer prissvingninger, mens prisveksten i gjennomsnitt holder seg relativt lik som den totale konsumprisindeksen (Virke, 2018, p. 42).



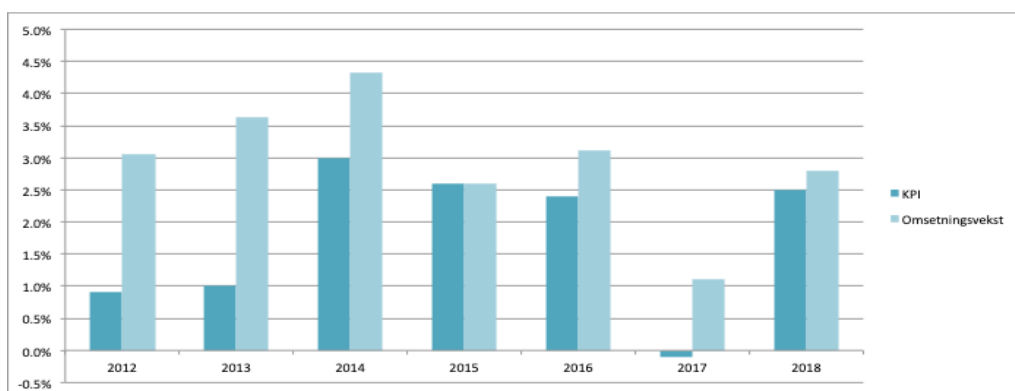
Figur 10 Utviklingen i matvare og alkoholfrie drikkevarer, hentet fra Menon Economics, 2018

Prisutvikling i dagligvaremarkedet

Prisutviklingen i dagligvaremarkedet de siste årene har vært moderat sammenlignet med andre Nordiske land. Dette kan skyldes endrede leverandørpriser, konkurranse, produktmiks

og endrede preferanser hos forbrukerne. Ser vi på de fem siste årene kan vi se at forbrukerprisen på mat og alkoholholdige drikkevarer økte med 10 prosent, mot 10,3 prosent for den samlede konsumprisen i perioden 2012 til 2016 (Virke, 2018, pp. 40-41). Blant andre land er det kun Finland som har en lignende utvikling som Norge. I Sverige har matvareprisene økt 5% mer enn den generelle prisveksten de siste 10 årene, også i EU er veksten høyere enn den generelle prisveksten. Dette tyder på at den norske utviklingen ikke skyldes internasjonale trender eller teknologiutvikling (Menon Economics, 2018).

Bransjens omsetningsutvikling er drevet av endring i volum eller pris. For dagligvarebransjen påvirker faktorer som produktmiks, innkjøpspriser og konkurransen i markedet prisen på matvarene. Salgsvolum kan påvirkes av endringer i befolkningsveksten og endrede preferanser hos konsumentene, for eksempel økt bevissthet rundt matsvinn. I figur 11 ser vi utviklingen i ujusterte matvarepriser sammenlignet med omsetningsutviklingen i bransjen, oppgitt i prosent. I analyseperioden har det vært et skift mot flere lavprisbutikker, hvor store volum veier opp for lavere marginer. Vi ser at før 2014 var konsumprisindeksen for mat rundt 1%, den lave veksten kan delvis tilskrives en sterk kronkurs som fører til billigere importvarer. Fra 2014 styrket den norske kronen seg, hvilket økte importprisene. Statistisk sentralbyrå forklarer den høye konsumprisindeksen i 2016 med at prisen på fisk økte med 30,4% fra slutten av 2015 til midten av 2016 (SSB, 2017a). Fra 2017 til 2018 steg konsumprisindeksen (KPI) for mat- og alkoholfrie drikkevarer med 2,5 %. Økningen skyldes i stor grad økte avgifter (NorgesGruppen, 2018c).



Figur 11 KPI og omsetningsvekst (SSB, 2019a; Nielsen, 2019a)

Kjøpekraft

Kjøpekraft eller disponibel reallønn er definert som nettolønnen en sitter igjen med etter at skatter og prisstigning er trukket fra. Det har tidligere vært en økning i kjøpekraften, den var 79% høyere i 2016 enn i 1990 og 166% høyere enn i 1970 (SSB, 2017b). Veksten i disponibel realinntekt var negativ i 2016 (-2,8%), men gikk i 2017 over til å bli positiv (4,6%). For 2018 var veksten positiv på 4,4% (SSB, 2019b).

De norske dagligvareprisene er blant de høyeste i Europa, men differansen blir stadig lavere. I 2013 var det generelle prisnivået i Norge 55% høyere enn i EU, i 2016 var det norske prisnivået derimot 38% over EU – nivået. Prisnivået for mat og alkoholfri drikke var likevel 60% høyere i Norge enn gjennomsnittet for EU for 2016 (Virke, 2018). Grunnen til dette er et høyere kostnadsnivå i Norge, naturlige faktorer som transportkostnader, importvern og konkurransen i markedet. Til tross for at prisnivået er høyere i Norge bruker en norsk gjennomsnittsfamilie en ganske liten del av sin inntekt på mat. I gjennomsnitt bruker en rundt 12% av samlet forbruk på mat og drikke. Hvilket utgjør omtrent samme andel som andre nordiske land (Virke, 2018).

Import og eksport

I 2017 hadde Norge en selvforsyningsgrad på 49,2%. Selvforsyningsgrad blir definert som ”den andelen av engrosforbruket av matvarer som kommer fra norsk produksjon i en spesifikt angitt periode/år” (Landbruksdirektoratet, 2018b, p. 64). Dette påvirker hvor mye varer Norge må importere. Det ble i 2018 importert landbruksvarer for nesten 66,5 mrd. kroner, en økning på 4,5% fra 2017 og eksportert varer for 11,2 mrd. kroner (Landbruksdirektoratet, 2019a). Hele 81% av landbruksvarene som ble importert til Norge i 2017 var tollfri (Landbruksdirektoratet, 2018b, p. 57). Andelen som blir importert til Norge er mer enn 6 ganger så høy som andelen som blir eksportert fra Norge. Av det som blir importert er det i stor grad produkter som ikke blir produsert i Norge, eller som blir produsert i liten grad. Dette kan for eksempel være råvarer til fiskefor og kraftfor, tropiske frukter, diverse bær, vin, snus og kaffe (Landbruksdirektoratet, 2018b). Som diskutert over, kan store endringer i råvareprisene føre til endrede priser i dagligvarebutikkene.

Importvernet i Norge er med på å sikre avsetning på varer det er stor produksjon av i Norge som korn, mel, poteter, grønnsaker og frukt (Landbruksdirektoratet, 2018b). Importvernet sørger for beskyttelse av norsk matindustri, på grunn av dette ble Norsk matindustri i liten grad påvirket av finanskrisen 2007-2009 (Virke, 2016). Generelt sett kan forbrukerne ikke kutte ut dagligvarehandelen ved konjunktursvingninger og nedgangstider i økonomien. En kunne likevel se en nedgang i salget av blant annet frukt og grønnsaker under finanskrisen. I 2008 til 2009 var det en nedgangen på 6 % i salget av frukt og en nedgang i salget på grønnsaker var på ca 4% (OFG, 2019). Dette kan skyldes at forbrukere i større grad handlet i lavprisbutikker, hvor utvalget er noe mer begrenset enn i fullsortimentsbutikker (OFG, 2017).

<i>Økonomiske forhold</i>	<i>Grad av påvirkning</i>
KPI	Lav/ middels
Prisutvikling	Lav/ middels
Kjøpekraft	Lav/ middels
Import og eksport	Middels
Råvarekompensasjon	Middels
Totalt for økonomiske forhold	Middels/ lav

Tabell 2 PESTEL - økonomiske forhold

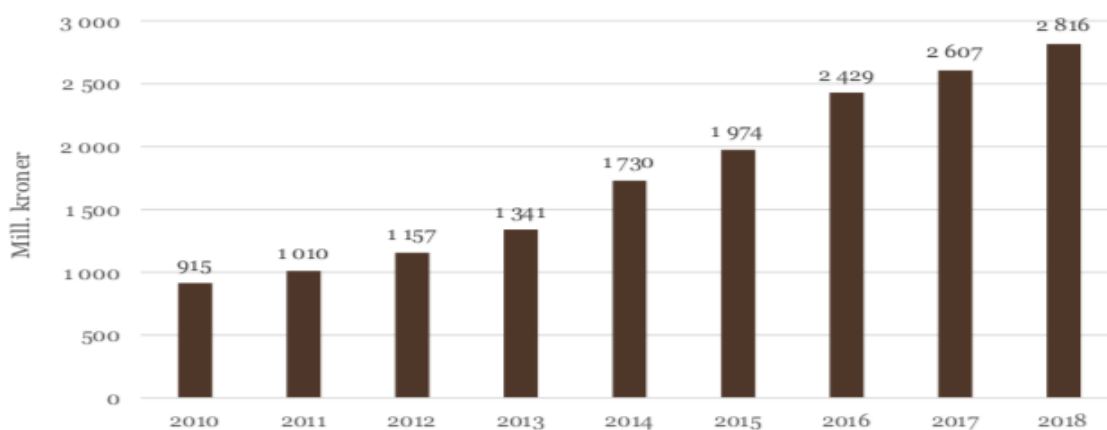
4.2.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold i en *PESTEL* analyse kan være sosial mobilitet, utdanningsnivå, bosetting, inntektsfordeling, holdninger til arbeid og fritid, demografi (Løwendahl & Wenstøp, 2010).

Forbrukertrender

Sosiale normer, verdier, trender og holdninger i samfunnet kan påvirke hvilken type varer befolkningen konsumerer. Trender som sunn og naturlig mat kan påvirke bransjen. Det er viktig for forbruker at råvarer har høy kvalitet og den skal helst komme fra gårder i nærmiljøet. Kunden ønsker også så få tilsetningsstoffer som mulig (Virke, 2016). For å

kunne tilby det kunden ønsker må dagligvarebransjen være i kontinuerlig endring. Helsetrender og oppfordringer til å spise mer frukt og grønt har ført til en betydelig økning i konsumet av frukt og grønnsaker. I 2000 konsumerte hver nordmann i gjennomsnitt 92,2 kilo frukt, bær og grønnsaker, i 2018 hadde antall kilo økt til 117,4. Grønnsaker hadde i samme periode en omsetningsøkning på 33,4%. Tallene er basert på omsetning inn til grossist, det er ikke tatt hensyn til svinn i så endelig forbruk vil derfor være noe lavere (OFG, 2019). En kan også se at forbrukere har blitt mer bevisst på hvordan produktene blir produsert. Omsetningen av økologiske grønnsaker i dagligvarebransjen har økt betydelig det siste tiåret. Fra 2006 til 2018 økte omsetningen av økologiske varer fra 485 millioner til 2,8 mrd.. Omsetningen i 2018 utgjør en økning på 8%, sammenlignet med 2017 (Landbruksdirektoratet, 2019b).



Figur 12 Omsetning økologisk mat, kilde: Nielsen, referert i Landbruksdirektoratet, 2019

Den norske konsumenten

Befolkningen i Norge lever relativt spredt, hvilket fører til spredte dagligvarebutikker. I 2016 var det 7,5 butikker per 10 000 innbygger (Virke, 2018). I forbrukerrådets sin dagligvareundersøkelse oppgir respondentene at de i gjennomsnitt har 4 av profilhusene i naturlig handleavstand (Forbrukerrådet, 2013). Generelt har konsumenter på Østlandet færre butikker per 10 000 innbygger. Innbyggerne på Østlandet har også et lavere forbruk enn resten av landet. Denne differansen skyldes i stor grad handelslekkasje til Sverige (Virke, 2018). Innbyggerne i Østfold, Oslo og Akershus står for over halvparten av all grensehandel (Virke, 2016).

<i>Sosiokulturelle forhold</i>	<i>Grad av påvirkning</i>
Forbrukertrender	Middels
Befolkningsvekst	Lav/ middels
Totalt for sosiokulturelle forhold	Middels/ lav

Tabell 3 PESTEL - Sosiokulturelle forhold

4.2.4 Teknologiske forhold

Teknologiske forhold kan være offentlige utgifter til forskning, utraneringsgrad, innovasjon, fokus på og incentiver til forskning (Løwendahl & Wenstøp, 2010).

Big data og mulighetene det gir

BIG- data gjør det mulig å analysere større og mer komplekse datamengder raskere og mer nøyaktig enn det som var mulig tidligere (PwC, 2015). Kundelojalitetsprogrammene gjør at dagligvarebutikkene sitter på store mengder data om kundene, varer og tidligere kjøp som kan være nyttige for å vite hva kunden ønsker (Virke 2015). Gjennom analyseselskapet Nielsen kan dagligvareaktørene kjøpe tilgang til fullstendig informasjon om varepriser, hvor mye som selges av hver vare, hvor varene selges og hvilke varer som selges i lag (Nielsen, u.d.). Tilgang til denne type informasjon åpner for en rekke nye markedsføringsmetoder, for eksempel gjennom bundling² av varer som ofte selges i lag og målrettet markedsføring mot enkeltforbrukere. Spesielt lojalitetsprogram utnytter informasjon konsumentene samtykker å gi fra seg til målrettet markedsføring, gjennom kuponger og personlig tilbud (Hoemsnes, 2018).

Automatisering og robotisering

Automatisering og robotisering i dagligvarebransjen har gjort vareflyt og lagerhold lettere enn tidligere. Kjedene håndterer selv en større andel av varestrømmen gjennom egne engrosselskap. Automatiserte lagerløsninger og bedre IT- og driftssystemer gjør at vareflyten

² Bundling eller pakkesammensetninger er en prisstrategi som kan skape høyere fortjeneste eller lavere kostnader for bedriften, gjennom å slå sammen to eller flere produkter til en pakke med redusert pris.

blir mer effektiv (NorgesGruppen, 2018a). Butikkdriften blir mer effektiv gjennom bedre bestillingssystemer og plukke-systemer på lageret. Automatisk påfyll av tomme varer, samt selvbetjente kasser gjør handleopplevelsen bedre for konsumentene (Oslo Economics, 2017; Virke, 2018). Implementering av elektroniske hylleforkanter gjør at butikkene enkelt og raskt kan endre prisene. Hvilket gjør at kjeden raskere kan respondere på konkurrentenes prisendringer. Kiwi og NorgesGruppen gjorde rundt 1300 prisendringer hver uke i 2016 (Virke, 2018).

<i>Teknologiske forhold</i>	<i>Grad av påvirkning</i>
Dataanalyser	Høy/ middels
Automatisering og robotisering	Middel
Totalt for teknologiske forhold	Middels/Høy

Tabell 4 PESTEL - Teknologiske forhold

4.2.5 Samfunnsmessige forhold

Samfunnsmessige forhold kan være energibruk, miljølovgivning, avgiftspolitik og resirkulering (Løwendahl & Wenstøp, 2010).

Global oppvarming

Global oppvarming fører til klimaendringer. Dagligvarehandelen kan bli påvirket ved at landbruket endrer seg. Produksjonen i landbruket kan måtte tilpasses klimaet. Faren er også tilstede for endring i nedbør, ekstremvær, samt at økt fare for økte klimautslipp og skadegjørende plante- og dyresykdommer etableres (Landbruks- og matdepartementet, 2009). Dette kan få konsekvenser for varer produsert i eget land, men også at muligheten for å importere varer blir mindre og at arealet som er egnet for matproduksjon reduseres.

Matsvinn

Matsvinn er et økende samfunnsproblem, i Norge blir det kastet over 385 000 tonn mat. Hvilket utgjør rundt 73 kg per innbygger per år, en kan dog se en nedgang på 13% fra 2015 til 2017. For å redusere mengden matsvinn har merkingen av holdbarhetsdato blitt viktigere. Siden 2010 er produsentene blitt flinkere til å merke med ”best før” og ikke ”siste

forbruksdag”. Et annet tiltak som blir gjennomført er nedprising av varer som har kort holdbarhet igjen, dette gjør alle kjedene i dag (Stensgård, Prestrud, Callewaert, & Pieter, 2018) Mindre matsvinn kan på sikt føre til noe lavere etterspørsel etter dagligvarer.

<i>Samfunnsmessige forhold</i>	<i>Grad av påvirkning</i>
Global oppvarming	Lav/ middels
Matsvinn	Middels/ lav
Totalt for samfunnsmessige forhold	Middels/ lav

Tabell 5 PESTEL - samfunnsmessige forhold

4.2.6 Oppsummering makroforhold

Vi anser myndighetsreguleringer til å ha stor innflytelse på dagligvarebransjen. Spesielt konkurransetilsynets påvirkning på konkurranseforholdene, samt importvernets påvirkning på bransjen gjennom leverandørleddet. Den økonomiske situasjonen har liten/middels påvirkning. Selv om den økonomiske situasjonen er dårlig, vil befolkningen være avhengig av dagligvarer. Kronekursen og utvikling i vareprisene kan påvirke dagligvareprisene, slik vi så i figur 11. Vedrørende forbrukertrender i samfunnet, mener vi dette vil ha en middels påvirkning. Det er en sannsynlig at enkelte matvarer vil bli mer etterspurt enn andre, for eksempel økt etterspørsel etter frukt og grønt. Grensehandel anser vi som en middels trussel i dag, ettersom handelslekkasjen begrenser seg til Østlandet. Teknologiske faktorer vil ha en middels/stor påvirkning på bransjen og det samme gjelder automatisering og robotisering. Ved å lettere kunne tilpasse seg kundens ønsker gjennom å analysere kjøp og raskere varehåndtering, vil aktørene kunne oppnå bedre marginer. Global oppvarming vil kunne påvirke bransjen på sikt, det kan bli vanskeligere å importere varer dersom tilbudet blir mindre. At matsvinnet blir mindre, vil kunne gjøre at etterspørselen etter matvarer blir noe mindre på sikt, men vi anser det ikke som en stor trussel for det norske markedet i dag.

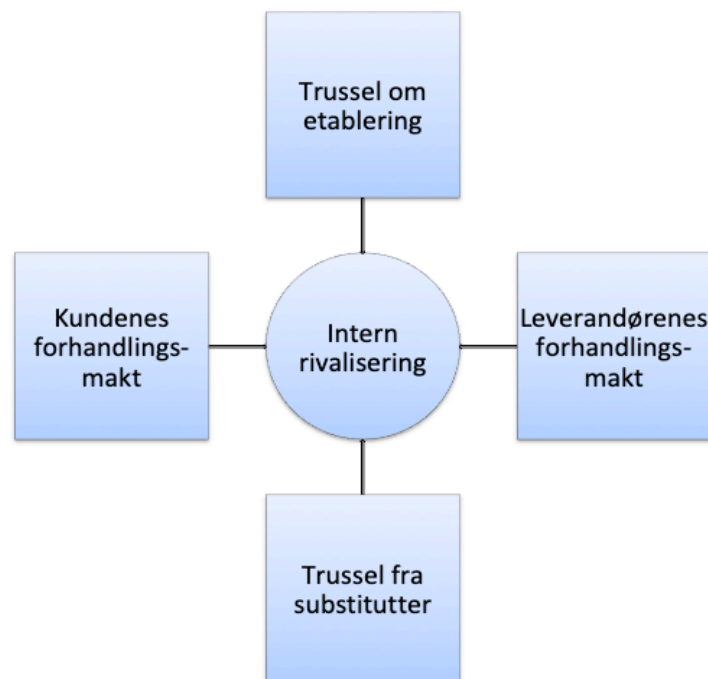
	<i>Grad av påvirkning</i>
Politiske og juridiske forhold	Høy
Økonomiske forhold	Middels/ lav
Sosiokulturelle forhold	Middels/ lav

Teknologiske forhold	Middels/ høy
Samfunnsmessige forhold	Middels/ lav

Tabell 6 PESTEL oppsummert

4.3 Porters Five Forces

For å forstå konkurransesituasjonen og lønnsomheten i dagligvaremarkedet anvender vi Michael Porter sitt *Five Forces* rammevekt. Rammeverket ble opprinnelig publisert i 1979, vi anvender en oppdatert versjon publisert i 2008. Rammeverket beskriver fem konkurransekrefter som påvirker lønnsomheten i bransjen.



Figur 13 Porters Five Forces (Porter, 2008)

4.3.1 Trussel om etablering

Nyetableringer i en bransje vil øke kapasiteten og ha et ønske om å kapre markedsandeler, hvilket legger press på priser, kostnader og nødvendige investeringer for å konkurrere. Følgelig vil det legges press på profittpotensialet i en bransje. Trusselen om etablering i bransjen avhenger av størrelsen på bransjens etableringsbarrierer og responsen fra de

etablerte aktørene. Dersom etableringsbarrierene er lav og responsen fra de etablerte aktørene ikke er aggressiv, er trusselen om etablering høy (Porter, 2008).

Etableringsbarrierer er fordeler etablerte aktører har relativt til nykommere. Porter (2008) beskriver syv strukturelle kilder til etableringsbarrierer: skalafordeler på tilbudsside, skalafordeler på etterspørselssiden, kundenes byttekostnader, kapitalkrav, fordeler for etablerte uavhengig av størrelse, ulik tilgang til distribusjonskanaler, restriktiv regjeringsspolitikk. Samt forventet respons fra de etablerte aktørene, hvilket er en strategisk barriere.

Skalafordeler på tilbudssiden

Skalafordeler oppstår når selskaper som produserer store volum kan fordele faste kostnader over et større volum, utnytte mer effektiv teknologi eller kreve bedre betingelser fra leverandørene. Og dermed oppnå lavere enhetskostnader enn en potensiell nykommer (Porter, 2008). En nykommer vil måtte kapre et stort volum for å oppnå lønnsomhet i en slik situasjon.

Ser vi på dagligvaremarkedet er de største aktørene Norgesgruppen, Coop og Rema vertikalt integrerte. De har 96% av omsetningen på detaljistleddet og tilnærmet 100% av omsetningen på grossistleddet. En potensiell nykommer må enten kjøpe varer direkte fra leverandør eller inngå avtale om innkjøp og distribusjon med en av de tre paraplykjedene. Det vil gjøre det utfordrende for en aktør dersom aktøren kun skal etablere seg på et ledd i verdikjeden (Oslo Economics, 2017).

Forhandlingsmakt ovenfor leverandørene er en annen kilde til stordriftsfordeler. Hver høst forhandler paraplyaktørene med leverandører av en viss størrelse under ”høstjakten”. Under disse forhandlingene bestemmes det hvilken varer som får tilgang til butikkene og til hvilke betingelser. Faktorer som bestemmer betingelsene er størrelse, leverandørens posisjon i butikken og åpenhet for leverandørens innovasjoner (Oslo Economics, 2017). En nykommer vil altså måtte kapre et betydelig volum for å kunne sikre seg gode avtaler med leverandørene. Vi anser denne etableringsbarrieren som høy.

Stordriftsfordeler på etterspørselssiden

Stordriftsfordeler på etterspørselssiden er også kjent som nettverkseffekter. De oppstår i bransjer hvor betalingsviljen til konsumentene øker med antall konsumenter. Konsumenter har potensielt større tillit til etablerte aktører. Den nyetablerte vil måtte redusere prisen inntil de har bygget opp en stor kundebase (Porter, 2008). En konsument handler i gjennomsnitt hos 3,4 dagligvarebutikker per måned (Nielsen, referert i Virke, 2018). Dette tyder på at kjedenes kundelojalitet er lav. Likevel trakk Lidl seg ut av det norske markedet i 2008, etter å ha etablert seg i 2004. Konsumentenes preferanse for kjente merkevarer trekkes frem som en av grunnene til at Lidl ikke lyktes (Utgård, 2008). Det kan antas at lojaliteten til butikkene er lav, gitt at konsumentenes merkevarepreferanser oppfylles. Barrieren anses som lav til middels.

Konsumentenes byttekostnader

Byttekostnader er faste kostnader som konsumenten opplever ved bytte av leverandør. Høye byttekostnader vil gjøre det vanskelig for nyetablerte å vinne kunder, spesielt hvis fordelene ved å være lojal øker med tid (Porter, 2008). Alle de store paraplykjedene har egne lojalitetsprogrammer; Trumf, Æ og Coop medlem. Medlemmene får rabatter og andre fordeler gjennom medlemskap. Kjedene får informasjon om kundene som slik at de i større grad kan tilby målrettede rabatter til medlemmene. Lojalitetsprogrammene kan potensielt øke byttekostnadene. I gjennomsnitt er norske Kvinner medlem i seks kundeklubber, mens menn er medlem i tre (Hoemsnes, 2018). De er imidlertid utformet på en slik måte at lengden på kundeforholdet og størrelsen på kjøp i liten grad påvirker rabattene som gis (Oslo Economics, 2017). Medlemskap i et lojalitetsprogram utelukker heller ikke medlemskap hos andre. Byttekostnader anses som en lav etableringsbarriere.

Kapitalkrav

Behovet for store finansielle ressurser for å kunne konkurrere kan skremme potensielle nyetableringer. Spesielt hvis det kreves irreversible investeringer eller investeringene er risikable. Kapital kan være nødvendig for å bygge opp lagerbeholdninger og dekke tap ved oppstart. Porter (2008) påpeker dog at kapitalkrav alene ikke bør legges for mye vekt på som

en etableringsbarriere. Dersom bransjen er attraktiv og lønnsomheten høy vil det være investorer som er villig til å investere.

I det norske dagligvaremarkedet er paraplyaktørene vertikalt integrert. De har i tillegg til grossistvirksomhet, egen eiendomsvirksomhet for å sikre gode lokaler og eiendommer. For en nykommer vil det kreves store investeringer i lokaler, distribusjonskanaler og markedsføring. Det er verdt å merke seg at lokaler/eiendom har en alternativ verdi, og at investeringene dermed ikke anses som irreversible. Markedsføringskostnader derimot vil anses som *sunk cost* hvis etableringen ikke er vellykket. Norge har velfungerende kapitalmarkeder, og lønnsomme bransjer vil få tilgang til kapital (Oslo Economics, 2017). Vi anser kapitalkrav som en lav etableringsbarriere.

Etablertes fordeler uavhengig av størrelse

Uavhengig av størrelse kan etablerte aktører ha fordeler som ikke er tilgjengelig for potensielle nyetablerte. Fordelene kan stamme fra fortrinnsrett til viktige ressurser, forkjøpsrett på geografiske lokasjoner og etablert merkevare (Porter, 2008). Et viktig moment for etablerte aktørene er læringskurveeffekter. Læringskurven refererer til fordeler som kommer fra akkumulert erfaring og kunnskap (Besanko, Dranove, Shanley, & Schaefer, 2013). Gjennom lojalitetsprogram får kjedene tilgang til enorme kundedata. De etablerte har kunnskap om kundenes preferanser som nykommere potensielt ikke har.

Eiendomsvirksomhet kan være en tidkrevende prosess for å fremskaffe tilstrekkelig antall lokaler (Oslo Economics, 2017). Fordeler knyttet til eiendomsvirksomhet gjør seg gjeldende for bedriften som eier lokalet gjennom økt salgsvolum. Og det forhindre konkurrentene og potensielle nykommere tilgang til lokaler. Fordelene knyttet til gode leverandøravtaler diskuterte vi i avsnittet om *stordriftsfordeler på tilbudssiden*. Etablertes fordeler anses som en middels- høy etableringsbarriere.

Ulik tilgang til distribusjonskanaler

Nykommeren må sikre distribusjon av sitt produkt eller tjeneste. Begrenset salgskanal og etablertes utnyttelse av salgskanalen kan gjøre etablering vanskeligere (Porter, 2008). For

dagligvaremarkedet er denne situasjonen spesiell ettersom paraplykjedene er vertikalt integrert. Igjen er fordelene knyttet til stordriftsfordeler. Bunnpris, som ikke er vertikalt integrert, har løst dette gjennom et innkjøps samarbeid med NorgesGruppen. En nykommer må kjøpe varer direkte fra leverandør eller fra en grossist eid av en av paraplykjedene (Oslo Economics, 2017). Avhengig av størrelsen på nykommeren anses barrieren som middels-høy.

Restriktiv regjeringspolitikk

Den siste etableringsbarrieren er restriktiv politikk som kan hindre eller hjelpe nyetableringer. De andre etableringsbarrierene kan også reduseres eller forsterkes gjennom politikk (Porter, 2008). Importvern og markedsregulering kan forsterke sammenhengen mellom volum og innkjøpsbetingelser. Landbrukspolitikken bidrar indirekte til høy konsentrasjon på leverandørleddet gjennom å hindre bruk av utenlandske aktører for noen varegrupper. At norsk landbruk beskyttes hindrer både etablerte aktører og potensielle nye aktører i å anvende forhandlede avtaler med utenlandske leverandører. Høy konsentrasjon og mangel på konkurranse i leverandørleddet øker betydningen av salgsvolum på detaljistleddet (Oslo Economics, 2017). Denne etableringsbarrieren er direkte knyttet til stordriftsfordeler og anses som høy.

Strukturelle etableringsbarrierer oppsummert

I tabellen nedenfor har vi oppsummert Porters 7 strukturelle etableringsbarrierer. Vi ser at barrierene knyttet til stordriftsfordeler er høy. Mens faktorer knyttet til konsumentene generelt er lav. Hvorvidt de ulike kildene til etableringsbarrierer bør vektas likt kan diskuteres. Det kan tenkes at en potensiell nykommer vil legge større vekt på faktorer knyttet til innkjøp og lokaler, enn faktorer knyttet til konsumentene. På den andre siden fikk konsumentenes preferanser for kjente merkevarer deler av skylden for hvorfor Lidl ikke lyktes i Norge. Vi anser etableringsbarrierene som middels-høy. Denne vurderingen er basert på markedet slik det er i dag, i avsnitt 4.6 og 10.1 vil vi diskutere faktorer som kan påvirke etableringsbarrierene og konkurransen i markedet i fremtiden.

<i>Kilde til etableringsbarriere:</i>	<i>Barriere for nykommer</i>
Stordriftsfordeler på tilbudssiden	Høy

Stordriftsfordeler på etterspørselssiden	Lav /middels
Konsumentens byttekostnad	Lav
Kapitalkrav	Lav
Etablertes fordeler uavhengig av størrelse	Middels/ høy
Ulik tilgang til distribusjonskanaler	Middels /høy
Restriktiv regjeringspolitikk	Høy
Samlet	Middels / høy

Tabell 7 Strukturelle etableringsbarrierer oppsummert

Forventet respons fra etablerte aktører

I tillegg til Porters syv strukturelle etableringsbarrierer avhenger trusselen om nyetableringer av hvordan de etablerte vil reagere, altså den strategiske barrieren. Hvis reaksjonen er kraftig og langvarig kan etablering være ulønnsom. Etablerte kan bruke offentlige uttalelser for å avskrekke potensielle nykommere. Nykommere har grunn til å frykte de etablerte dersom de tidligere har respondert aggressivt på etablering, for eksempel gjennom priskonkurranser. Lav vekst i bransjen kan motivere til aggressiv respons, ettersom nykommere kun kan vinne markedsandeler ved å ta fra etablerte (Porter, 2008).

Utgård (2008) skriver at da Lidl forsøkte å etablere seg som en lavpriskjede i september 2004 brøt det i forkant av etableringen ut priskrig på øl hos lavpriskjedene, med Rema1000 i spissen. Grunnen til at øl ble valgt var at Lidl tidligere hadde brukt det som lokkemiddel. Det ble imidlertid konkludert i april 2004 med at det var ”i strid med alkoholloven å selge øl til en pris som lå under avgiftene per flaske pluss butikkens normale kostnads –og avansenivå” før (Utgård, 2008, p. 60). Prisen på andre varer ble også satt ned og butikkene fikk større frihet til å sette salgsprisen avhengig av hvor langt unna nærmeste Lidl lå (Utgård, 2008). Som eksempelet med Lidl viser har responsen ved etablering vært aggressiv. Selv om priskrig sjeldent er bærekraftig over tid, og de etablerte kan ofte være bedre tjent med å akseptere nykommeren enn å fortsette priskrigen (Besanko, Dranove, Shanley, & Schaefer, 2013). Det må imidlertid nevnes at potensielle nykommere kan lære av tidligere forsøk på etablering. Men det kan vanskelig tenkes at responsen ville vært mildere da veksten i bransjen har avtatt de siste årene (Nielsen, 2018). Basert på analysen av de syv strukturelle

etableringsbarrierene og den strategiske responsen fra de etablerte aktørene, anser vi trusselen om etablering som middels/lav.

4.3.2 Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandørene kan kapre mer av verdien ved å kreve høyere priser, begrense kvaliteten eller antall tjenester, eller ved kostnadsskifting nedstrøms. Porter (2008) beskriver en rekke faktorer som kan gjøre en leverandørgruppe mektig. I det følgende drøfter vi faktorene vi anser som mest relevant for dagligvaremarkedet. Leverandørene er her begrenset til leverandørene av dagligvarer.

Leverandørleddet består av både norske og utenlandske aktører, hvilke aktører som dominerer avhenger av varegruppe. I noen varegrupper det er vanskelig for utenlandske aktører å etablere seg på grunn av landbrukspolitikken, dette fører til mangel på konkurrenter på leverandørleddet (Oslo Economics, 2017). Landbrukspolitikken er diskutert i 4.2.2. I følge Porter (2008) er en leverandørgruppe mektig dersom den er mer konsentrert enn markedet den selger til. NOU 2011:4 (2011, s. 48) viste at alle leverandørgruppene, med unntak av én hadde en konsentrasjonsindeks (HHI) på over 2000³. Dette impliserer høy konsentrasjon og potensielle konkurranseutfordringer. Til tross for at rapporten er 8 år gammel, opplyser NorgesGruppen at de 20 største av over 1000 leverandører står for over 60% av omsetningen (NorgesGruppen, 2015b). Vi kan derfor anta at konsentrasjonen på leverandørleddet fortsatt er høy. På detaljistleddet er konsentrasjonen 3300, hvilket er høyere enn på leverandørleddet.

Trusselen fra leverandørene reduseres dersom leverandørene er avhengig av bransjen for inntekt (Porter, 2008). Til tross for høy konsentrasjon på leverandørleddet eksisterer det en gjensidig avhengighet mellom leverandør og bransje. Leverandørene er i stor grad avhengig

³ Herfindahl-Hirschman-indeksen (HHI) er et mål på konsentrasjonen i markedet. Regnes ut ved å kvadrere og summere aktørenes markedsandel: $\sum_{i=1}^n s_i^2$, hvor s_i er aktør i sin markedsandel i prosent. En monopolist har en HHI=10 000 ($100^2=10\ 000$). Og et marked med to like store aktører gir HHI= $50^2+50^2= 5000$.

av å selge produktene sine gjennom paraplykjedene for å nå konsumentene. I det totale dagligvare og serveringsmarkedet står dagligvarebutikkene for 60,7% av omsetningen (Virke, 2018). I tillegg både eier og leverer paraplykjedene dagligvarer til kiosker, bensinstasjoner og nettbutikker. At konsentrasjonen er høy også på grossist-/ detaljistleddet forhindrer leverandørene fra å trekke ut maksimal profitt.

Trusselen fra leverandørene reduseres også ved at paraplykjedene i større grad tilbyr egne merkevarer (EMV). Analyser fra SIFO (2016) viser at salget av EMV mellom 2010 og 2015 har økt fra 9,2% til 16,8%. Det forhandles nye kontrakter med de største leverandørene hver høst. Og strategisk bruk av EMV, samt forhandling av ikke-lineære kontrakter reduserer leverandørens forhandlingsmakt (Oslo Economics, 2017).

Til tross for at konsentrasjonen på leverandørleddet er høy, eksisterer det en gjensidig avhengighet mellom leverandør og grossist/detaljist. Økende andel av EMV i butikkene og kompliserte kontrakter antas å redusere leverandørens forhandlingsmakt. Samlet sett antas trusselen fra leverandørene å være middels.

4.3.3 Kunders forhandlingsmakt

Den neste trusselen i Porters (2008) rammeverk er kundene, og deres forhandlingsmakt. Mektige kunder kan kapre verdi ved å tvinge ned prisen, kreve bedre kvalitet eller service, og generelt sette aktørene i bransjen opp mot hverandre. I likhet med leverandørene er kundene mektig dersom de er få og har forhandlingsmakt.

I motsetning til leverandørleddet er kundeledet lite konsentrert. Konsumentene er mange og har hver for seg liten forhandlingsmakt. Det er likevel stor konkurranse om kundene og kjedene strekker seg langt for å vinne kunder (Oslo Economics, 2017). Men ettersom varene som selges i dagligvarebutikkene i stor grad kan oppfattes som homogene, har kundene lave byttekostnader. Beliggenhet er blant de viktigste faktorene for valg av dagligvarebutikk, 77% mener det er viktig. At ”butikken har faste lave priser” svarer 41% at er viktig (Forbrukerrådet, 2013). Det kan tyde på at nærhet veier tyngre enn lav pris når konsumenter

skal velge butikk. Byttekostnadene er lav og butikkene kjemper for å vinne kunder. Trusselen fra kundene anses likevel som lav da det er svært mange kunder og de hver for seg har liten forhandlingsmakt.

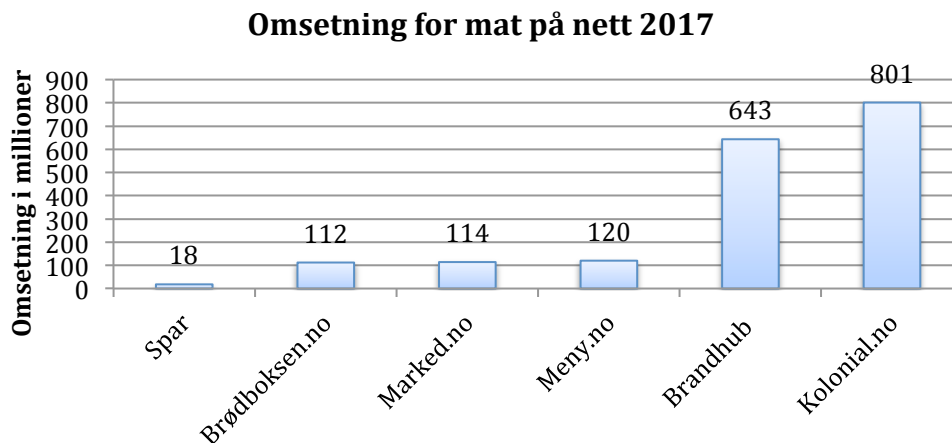
4.3.4 Trussel fra substitutter

Porter (2008) definerer en substitutt som “A substitute performs the same or a similar function as an industry’s product by a different means”. I markedsavgrensningen vår avgrenset vi det relevante markedet (bransjen) til fysiske dagligvarebutikker med et totalsortiment. Det finnes mange aktører som fyller et *lignende* behov; restauranter, kiosk og bensinstasjoner, nettbutikker, faghandelsbutikker og matkasser for å nevne noen. Vi velger å anvende Porter (2008) sin definisjon og karakteriserer dette som substitutter videre i oppgaven. Når trusselen fra substitutter er høy vil bransjens profitt reduseres. Substituttene begrenser lønnsomheten ved å sette et tak for prisen i markedet. Trusselen fra substituttene er høy dersom de kan tilby et attraktivt pris- prestasjonsforhold, eller dersom kostnaden ved å bytte til substitutten er lav (Porter, 2008). For konsumenter som ønsker å kjøpe dagligvarer finnes det en rekke substitutter til dagligvaremarkedet.

Porter (2008) skriver at en bør være oppmerksom på endringer i andre bransjer som kan bli til attraktive substitutter. I forbrukerrådet (2013) sin undersøkelse om hvor konsumentene handlet utenom dagligvarebutikkene svarte 33% i Sverige. Tall fra SSB viser at grensehandelen har økt 4,1% fra 2017 til 2018 (SSB, 2019c). Mens dagligvarebransjen har hatt en økning i netto omsetning på 2,8% (Nielsen, 2019a). Grensehandel vil dog ikke oppleves som en substitutt for alle grunnet reisetid- og kostnad. Konsumenter med kort avstand til grensebutikkene kan likevel oppleve det som en god substitutt da prisene er lavere og utvalget bedre (Virke, 2018; SIFO, 2016). At grensebutikken tilbyr et mer attraktivt pris – ytelsesforhold for konsumenter med tilgang til grensebutikk øker trusselen.

En kanal som har hatt høy vekst de siste årene er nettbutikker. Nettbutikkene inkluderer både dagligvarebutikker på nett og matkasser. Nettbutikkene hadde i 2017 en omsetning på 2950 millioner (Virke, 2018). I figur 14 ser vi omsetningen til de største aktørene, Brødboksen.no og Marked.no gikk imidlertid konkurs i løpet av 2018 (Hopland, 2018). Flere av aktørene

har de siste årene operert med underskudd, denne trenden ser imidlertid ut til å snu. Analysebyrået Nielsen mener omsetningen på nett allerede i 2019 vil nå 7,5 milliarder kroner (Menon Economics, 2018). Ser vi til andre land stod netthandelen for 7,3% av total omsetning i dagligvaremarkedet i Storbritannia og 5,5% i Frankrike. Hvilket kan tyde på et stort vekstpotensial i Norge (Oslo Economics, 2017). Veksten i netthandel kan tyde på at de i fremtiden vil utgjøre en trussel for de fysiske dagligvarebutikkene.



Figur 14 Omsetning for mat på nett (Hopland, 2018)

Sammenlignet med omsetningen for dagligvarebransjen utgjør fortsatt netthandel en svært liten andel. Grunnet sterk vekst i nettbutikkene er det likevel grunn til å tro at nettbutikker i fremtiden vil utgjøre en større trussel. Grensehandelsbutikkene vil være et attraktivt alternativ for fylker som grenser til Sverige, men i liten grad for resten av landet. Både i grensebutikkene og nettbutikkene kan konsumenten potensielt oppleve et bedre pris- ytelse forhold. I tillegg er byttekostnaden generelt lav i dagligvarebransjen, som diskutert tidligere. Samlet sett anser vi trusselen fra substitutter som middels.

4.3.5 Rivalisering blant eksisterende konkurrenter

Høy grad av rivalisering begrenser lønnsomheten til bransjen og kan gjøre seg gjeldende gjennom priskonkurransen, markedsføringskampanjer og nye produkter. I hvilken grad lønnsomheten reduseres avhenger av intensiteten i konkurransen og på hvilket grunnlag de konkurrerer (Porter, 2008).

Det norske dagligvaremarkedet består i hovedsak av tre store aktører hvor alle har konkurrenter innenfor de ulike segmentene. Skillet mellom de ulike butikksegmentene er lavt, hvilket betyr at de i hovedsak konkurrerer langs de samme dimensjonene. Det er stort fokus på pris både i markedsføringskampanjer og i media, gjennom ulike pristester. Pris er også en viktig faktor for konsumentene når de velger dagligvarebutikk (Forbrukerrådet, 2013). At det konkurreres hardt på pris i et marked med tilnærmet identiske produkter gjør rivaliseringen sterk (Porter, 1979). Konsumentene står også overfor lave byttekostnader, hvilket igjen oppmuntrer aktørene til å kutte pris. Konkurransen på pris kan i verste fall føre til at prisene konkurreres ned til marginalkostnad, hvilket igjen betyr lav lønnsomhet for kjedene.

En faktor som forsterker rivaliseringen er knyttet til stordriftsfordelene aktørene oppnår. Innkjøpsbetingelser fastsettes på nasjonalt nivå og avhenger i stor grad av aktørens størrelse. Volumgevinstene forsterker konkurransen ved at aktørene insentiveres til å kapre markedsandeler fra konkurrentene for å oppnå stordriftsfordeler (Oslo Economics, 2017). Det kan karakteriseres som et nullsum-spill, hvor en aktørs gevinst er en annens tap. I tillegg til hard konkurranse nasjonalt, har norske konsumenter i gjennomsnitt 4 av profilhusene innenfor naturlig handleavstand (Forbrukerrådet, 2013). Hvilket impliserer at kjøpmennene også konkurrerer hardt om kundene på et lokalt nivå.

Regnskapsanalysen vår viser dog at lønnsomheten i bransjen er relativt god. I gjennomsnitt har driftsmarginen vært 2,3% i bransjen. Egenkapitalrentabiliteten og netto driftsrentabilitet viser også god avkastning på kapitalen, som vist i kapittel 9. Dette kan tyde på at konkurransen ikke er så hard som aktørene i bransjen skal ha det til. At konkurransetilsynet iverksetter en granskning av bransjen underbygger dette (Hopland, Sagmoen, & Johannessen, 2018). I avsnitt 4.6 diskuterer vi hvorvidt forutsetningene for stilltiende samarbeid er tilstede i bransjen. Vi anser rivaliseringen i bransjen som middels.

4.3.6 Oppsummering Porters Five Forces

Etter å ha analysert konkurransekraftene i Porters rammeverk finner vi at lønnsomheten i bransjen er middels truet av intern rivalisering, substitutter og leverandører. Og mindre truet av nykommere og kunder. Som nevnt påstår aktørene i bransjen at konkurransen er hard, men lønnsomhetsanalysene i kapittel 9 viser at marginene og rentabiliteten er relativt god. Trusselen fra substitutter stammet hovedsak fra grensehandel og nettbutikker. Nettbutikkene antas å vokse de neste årene og kan i fremtiden utgjøre en større trussel enn de gjør i dag. Trusselen fra leverandørene er middels ettersom det eksisterer et gjensidig avhengighetsforhold mellom leverandør og detaljist. I hovedsak er det stordriftsfordelene til de etablerte aktørene som reduserer trusselen fra nykommere. Trusselen fra kunder anses som lav da hver kunde isolert har liten forhandlingsmakt.

4.4 Intern ressursanalyse

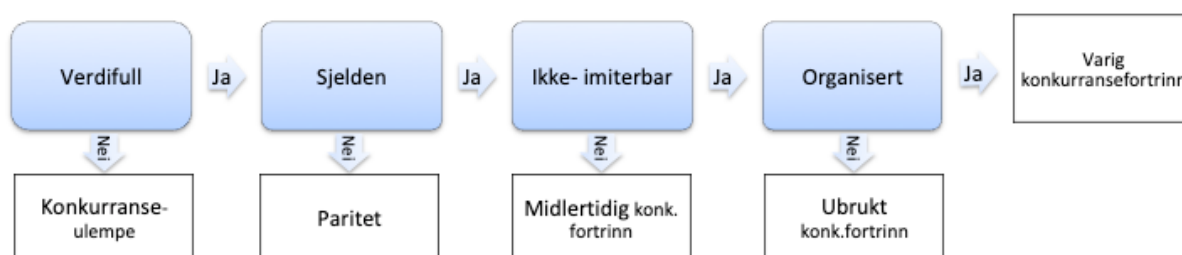
Som nevnt innledningsvis må den eksterne bransjeanalysen suppleres med en intern ressursanalyse for å få et helhetlig bilde av konkurransesituasjonen. Porter sitt rammeverk gav oss innsikt i dagligvarebransjens konkurransesituasjon, og hvilke trusler og muligheter bransjen står ovenfor. Den eksterne analysen utgjør kun halve SWOT analysen (Barney, 1995). For å analyse konkurransesituasjonen innad i bransjen og finne bedriftenes styrker og svakheter utfører vi en ressursanalyse. Et selskaps ressurser omfatter alle finansielle, fysiske, humane og organisatoriske eiendeler som brukes til å utvikle, produsere og levere strategier som forbedrer effektiviteten deres (Daft, 1983, referert i Barney, 1991). Altså styrker selskapet kan bruke til å implementere deres strategier (Learned, Christensen, Andrewa & Guth, 1969; Porter, 1981; referert i Barney, 1991).

En bedrift kan sies å ha et *konkurransefortrinn* når de implementerer verdiskapende strategier som ikke implementeres simultant hos nåværende eller potensielle konkurrenter. Et *varig konkurransefortrinn* er derimot når de implementerer strategier som ikke implementeres simultant hos nåværende eller potensielle konkurrenter, og når de andre bedriftene ikke klarer å duplisere fordelene med strategien (Barney, 1991). I motsetning til bransjeanalysen vil konkurrentene i analysen inkludere både substitutter og potensielle

nykommere, i tillegg til eksisterende rivaler. Barney (1991) påpeker også at et *varig* konkurransefortrinn ikke refererer til en gitt kalenderperiode, men til konkurrentenes manglende evne til å duplisere strategien.

4.5 VRIO

NorgesGruppen hadde i 2018 en driftsmargin (EBITDA) på 5,7%, sammenlignet med Rema1000 og Coop, med henholdsvis 3,2% og 2,7%⁴ (NorgesGruppen, 2019a; Rema 1000, 2019; Coop Norge SA, 2017a) For å analysere et potensielt konkurransefortrinn NorgesGruppen har, må vi analysere deres ressurser og kapabiliteter. Vi anvender Jay B. Barney sitt VRIO rammeverk som opprinnelig ble introdusert i 1991, og oppdatert i 1995. VRIO er et akronym for *valuable, rare, imperfectly imitable* og *organized*.



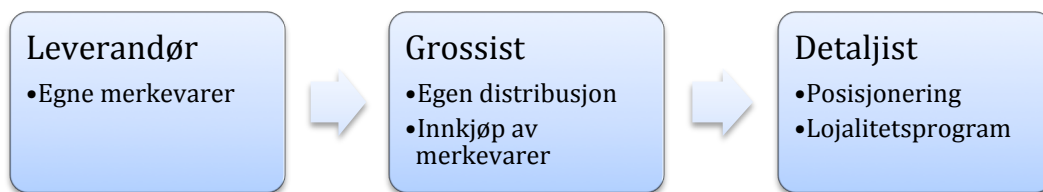
Figur 15 VRIO rammeverket (Barney, 1995)

For at en ressurs skal være en kilde til et varig konkurransefortrinn må ressursen være *verdiful* i form av at den utnytter muligheter eller nøytraliserer trusler i omgivelsene. Eller ved at den øker kundens oppfattede verdi gjennom differensiering og/eller lavere pris. Den må være *sjelden* blant firmaets nåværende og potensielle konkurrenter, en ressurs som også er tilgjengelig for konkurrentene vil føre til paritet. Videre må ressursen være *ikke-imiterbar*. En ressurs er kostbar å imitere dersom konkurrentene ikke kan kjøpe, imitere eller substituere den til en overkommelig kostnad. Imitasjon kan skje gjennom duplisering eller substituering. Barney påpeker at faktorer som historiske hendelser, kausal tvetydighet og

⁴ EBITDA for Coop er hentet fra årsregnskapet for 2017, grunnet manglende regnskap for 2018.

sosial kompleksitet kan gjøre imitasjon vanskelig. Til slutt må ressursen være *organisert* slik at firmaet kan utnytte ressursens konkurransepotensial fullstendig. Styringssystemer og prosesser, policyer og organisasjonskultur må være organisert slik at ressursens fulle potensial realiseres. Kun hvis alle kriteriene oppfylles kan en ressurs danne grunnlaget for et varig konkurransefortrinn (Barney, 1995).

For å identifisere hvilke ressurser som kan utgjøre et konkurransefortrinn for NorgesGruppen, har vi tatt utgangspunkt i verdikjeden. Basert på informasjonen i den eksterne bransjeanalysen har vi forsøkt å identifisere immobile og heterogene ressurser i verdikjeden som potensielt kan utgjøre et konkurransefortrinn for NorgesGruppen.



Figur 16 Verdikjede for VRIO analyse

4.5.1 Egne merkevarer

NorgesGruppen har flere etablerte EMV i sine butikker, som Eldorado, Jacobs utvalgte og First Price. Egne merkevarer er en måte for kjedene å differensiere seg på. Til tross for at EMV ikke er like populær blant forbrukerne, anvendes de som et ledd i forhandlingene for å presse leverandørene (Hem, 2016). Som den største aktøren i dagligvaremarkedet er det viktig for leverandørene å få plass i butikkhyllene. Vi anser derfor ressursen som verdifull. Andelen EMV har vært lavere i NorgesGruppens butikker sammenlignet med de andre paraplykjedene (Laugen & Kleppe, 2014). Både Rema1000 og Coop har EMV i flere av de fire EMV-kategoriene. Til tross for at NorgesGruppen har EMV i alle kategoriene kan ikke ressursen betraktes som sjelden. EMV anses som et paritetsfortrinn.

4.5.2 Stordriftsfordeler i distribusjon

De siste årene har dagligvarekjedene overtatt stadig mer av distribusjonen av varene selv. NorgesGruppen har vært en pådriver for å kjøre varene til butikkene selv gjennom engrosvirksomheten ASKO (NorgesGruppen, 2018a). I 1990 kjørte ASKO 30% av varene, mens i 2015 var andelen økt til 85% (Valvik, 2015). NorgesGruppen oppgir å ha redusert driftskostnadene med 41% fra 2005 til 2015. Hvilket i stor grad kan forklares av effektive lagersystemer og varepåfylling, samt flere varer gjennom grossistledet (NorgesGruppen, 2018a). ASKO leverte i 2013 et driftsresultat på 1,4 milliarder, til sammenligning hadde Kiwi et resultat på 1,1 milliarder (Valvik, 2015). Det er altså ingen tvil om at effektiv distribusjon gjennom ASKO er en verdifull ressurs for NorgesGruppen.

Både Rema 1000 og Coop har i likhet med NorgesGruppen egne distribusjonsvirksomheter. De er i stor grad lik som ASKO, med sentralisert lagerstruktur og egen distribusjon til butikkene (Oslo Economics, 2017). Dagens Perspektiv skrev i 2013 at Rema 1000 og Coop distribuerte ca. 65% av varene selv, NorgesGruppen distribuerte til sammenligning 75% (Libell, 2013). Det antas at distribusjonskostnaden i stor grad er faste kostnader, ettersom NorgesGruppen er vesentlig større enn Rema 1000 og Coop har de et større volum å fordele disse kostnadene på. Slik oppnår de stordriftsfordeler i distribusjon. Ny eller bedre teknologi kunne gjort det mulig for konkurrentene å duplisere ressursen. Det er likevel som urealistisk at konkurrentene skulle hatt tilgang til annen teknologi enn NorgesGruppen. Vi anser derfor ressursen som både sjelden og ikke – imiterbar. Ettersom andelen av varer som kjøres av ASKO har økt betydelig de siste årene, antas det at ressursen er organisert på en slik måte at NorgesGruppen kan utnytte konkurransepotensialet. Stordriftsfordeler i distribusjon anses som et varig konkurransefortrinn.

4.5.3 Stordriftsfordeler i innkjøp

Som nevnt i avsnitt 2.3 forhandles det hver høst om innkjøpsavtaler. I følge Oslo Economics (2017) sin rapport er varekostnaden 80% av kjedenes variable kostnader. Hvor gode leverandøravtaler aktørene oppnår avhenger i stor grad av størrelse. NorgesGruppen er den største aktøren i dagligvaremarkedet, hvilket gjør at de oppnår bedre innkjøpsbetingelser enn andre aktører. Coop og Rema 1000 oppgir til NRK at de har 4-6% dårligere betingelser enn

NorgesGruppen (Tollersrud & Brekke, 2018). Regnskapsanalysen vår viser at varekostnaden til NorgesGruppen utgjør 73,7% av driftsinntektene, mens Rema 1000 og Coop sin varekostnad utgjør 82,1% og 84,3%. Det er tydelig at stordriftsfordeler i leverandøravtaler er en verdifull ressurs for NorgesGruppen.

Fordelen i innkjøp kommer av at NorgesGruppen kjøper inn varer i større kvantum enn konkurrentene, og dermed oppnår stordriftsfordeler. Det kan antas at gode leverandøravtaler til en viss grad kan substitueres med en høyere andel egne merkevarer. Både Rema 1000 og Coop har en høyere andel EMV enn NorgesGruppen (Laugen & Kleppe, 2014). Å erstatte viktige leverandører har vist seg å være vanskelig, noe Rema 1000 opplevde da de lanserte ”bestevenn”- strategien sin (Dalen & Nilsen, 2017). Vi konkluderer derfor med at ressursen er sjelden og ikke – imiterbar. Ettersom analysen er basert på offentlig tilgjengelig informasjon er det vanskelig å vurdere kontroll- og rapporteringssystem, samt andre komplementære ressurser (Barney, 1995). Vi antar likevel at NorgesGruppen er organisert slik at de kaprer verdien av gode leverandøravtaler. Stordriftsfordeler i innkjøp regnes som et varig konkurransefortrinn.

4.5.4 Posisjonering

NorgesGruppen har posisjonert seg slik at de har butikker i alle segmentene, bortsett fra hypermarked. En undersøkelse gjort av Forbrukerrådet viser at 1 av 3 konsumenter handler ”hverdagsmat” og ”helgemat” i ulike butikker. Mens beliggenhet og pris er viktigere for hverdagsmat, er bredt utvalg viktig for helgehandel (Forbrukerrådet, 2013). At NorgesGruppen er representert med Kiwi i lavprissegmentet, samt Meny og Spar i supermarkedssegmentet gjør at de kan kapre mer verdi. I tillegg har Meny, Spar og Joker egne nettbutikker, hvilket gir NorgesGruppen en verdifull posisjonering.

NorgesGruppen og Coop er de eneste aktørene som har butikker i flere av segmentene. NorgesGruppen skiller seg likevel fra Coop ved at de tilbyr dagligvarer i nettbutikken sin. Rema1000 tilbyr ikke netthandel, men eier 8% og har et innkjøpssamarbeid med kolonial.no (Oslo Economics, 2017). Det finnes aktører som selger dagligvarer på nett, men de har ikke samme innkjøpsfordelene som NorgesGruppen har. Oslo Economics (2017) sin rapport

påpeker også at netthandelen i utlandet domineres av aktører som er stor innenfor tradisjonell varehandel. Vi anser derfor NorgesGruppen sin posisjonering som sjelden.

Hvorvidt posisjoneringen er ikke- imiterbar avhenger av om konkurrentene rimelig kan duplisere eller substituere ressursen. Det eksisterer allerede nettbutikker for dagligvarer. Rema1000 har lansert nettbutikk i Danmark (Skomakerstuen, 2017), i tillegg selger Coop blant annet byggevarer på nett. Vi antar derfor at paraplyaktørene kan duplisere nettbutikken til NorgesGruppen, uten en stor kostnadsulempe. Posisjoneringen antas å være et midlertidig konkurransefortrinn.

4.5.5 Lojalitetsprogram

NorgesGruppen eier Trumf og har 2,2 millioner medlemmer. Trumf-medlemmer får bonus på alt de handler, samt personlige kuponger. Det gis også bonus ved kjøp hos samarbeidende aktører innenfor reise, netthandel, forsikring og drivstoff (NorgesGruppen, 2017b). En undersøkelse utført av Kantar TNS for Visma viser at trumf har de mest tilfredse kundeklubbkundene. Samt at 50% oppgir at trumf har gjort at de ”foretrekker selskapet mer enn de ellers ville gjort” (Visma, 2016). Trumf kan derfor regnes som en verdifull ressurs for NorgesGruppen. For å vurdere hvorvidt Trumf kan regnes som en sjelden ressurs sammenligner vi den med Coop Medlem og Æ. Både Coop Medlem og Trumf tilbyr fordeler hos andre aktører enn dagligvarebutikkene. I tillegg betaler begge ut bonus til medlemmene i etterkant av kjøp. Æ tilbyr kun rabatter hos Rema 1000, som trekkes fra i kassen. Til tross for at Trumf har flere medlemmer enn Coop Medlem og Æ, utgjør ressursen en konkurranseparitet.

4.5.6 VRIO oppsummert

	<i>V</i> <i>Verdifull</i>	<i>R</i> <i>Sjelden</i>	<i>I</i> <i>Ikke-imiterbar</i>	<i>O</i> <i>Organisert</i>	<i>Resultat</i>
EMV	Ja	Nei			Paritet
Stordriftsfordeler i distribusjon	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn

Stordriftsfordeler i innkjøp	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn
Posisjonering	Ja	Ja	Nei		Midlertidig konkurransefortrinn
Lojalitetsprogram	Ja	Nei			Paritet

Figur 17 VRIO oppsummert

4.6 Faktorer som kan påvirke konkurransen i dagligvaremarkedet

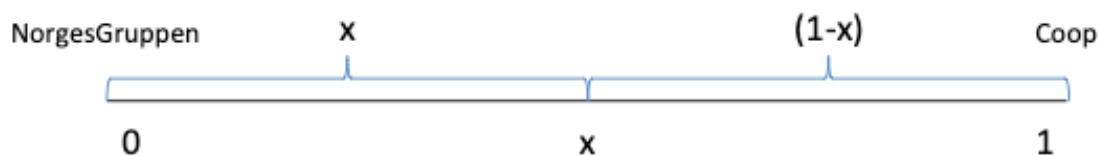
I følgende avsnitt ønsker vi å drøfte potensielle implikasjoner av to forslag som har vært drøftet i media den siste tiden. I 2018 ble det foreslått av Høyre at alle aktørene i dagligvarebransjen skulle ha samme innkjøpsbetingelser. Det ble debatt rundt temaet og hvorvidt like innkjøpspriser ville være til fordel for konsumentene (Tuv, 2018). I tillegg til dette ønsker vi å drøfte implikasjonene av et potensielt stilltiende samarbeid i dagligvaremarkedet. Konkurransetilsynet skal utrede hvorvidt det har vært brudd på konkurranseloven i form av samarbeid som hemmer konkurransen (Hopland, Sagmoen, & Johannessen, 2018). Dette var en av bekymringene da Forbrukerrådet lanserte ”Peiling” i 2017, en app som senere ble trukket fra markedet på grunn av faren for konkurransehemmende samarbeid (NTB, 2018).

4.6.1 Like leverandørpriser

Som vi har skrevet tidligere har NorgesGruppen en stordriftsfordel ovenfor de andre aktørene i dagligvaremarkedet. De får bedre innkjøpsbetingelser fordi de kjøper størst kvantum. Vi ønsker å se nærmere på hvordan denne størrelseseffekten påvirker sluttbrukerprisen. For å gjøre dette anvender vi den lineære byen til Hotelling fra 1929 med en størrelseseffekt. Vi anvender en enkel Hotelling modell som egner seg for å isolere virkningen av stordriftsfordeler på sluttbrukerprisen.

Som en forenkling anvender vi en modell med to aktører. Vi bruker NorgesGruppen (NG) og Coop (C), ettersom dette er de to største aktørene i markedet. De samme prinsippene gjelder også om vi ser på Coop sin størrelsesfordel ovenfor Rema 1000. For å kunne sammenligne

virksomheten av størrelsesfordelen i innkjøp, ser vi først på en modell hvor innkjøpsprisene er lik, altså uten størrelsesfordel.



Figur 18 Illustrasjon av Hotelling modell

Vi antar at konsumentene er uniformt fordelt langs Hotelling-linjen, antallet konsumenter er normalisert til 1 og preferansene er identiske. Lengden av linjen er også normalisert til 1. Konsumentens kriterium for valg av butikk er pris pluss "reisekostnad". Konsument lokalisert i x har x avstand til NorgesGruppen og $(1-x)$ avstand til Coop. Gitt matvareprisen p_{NG} og p_C , samt kostnad, t , per avstand, har vi følgende generaliserte kostnader for konsumenten:

$$\text{Handel hos NG: } p_{NG} + tx$$

$$\text{Handel hos Coop: } p_C + t(1 - x)$$

Vi finner konsumenten som er indifferent mellom å handle hos NorgesGruppen og Coop, lokalisert i x . Nytteverdien er målt ved v .

$$\text{Nytte ved kjøp hos NorgesGruppen: } v - p_{NG} - tx$$

$$\text{Nytte ved kjøp hos Coop: } v - p_C - t(1 - x)$$

Vi antar at den indifferente konsumenten har adresse, s , hvilket betyr at konsumentene til venstre foretrekker NorgesGruppen og de til høyre foretrekker Coop. Vi ser også at dersom NorgesGruppen øker prisen sin, vil den indifferente konsumenten bevege seg til fordel for Coop. Vi finner et uttrykk for markedsandelen til NorgesGruppen (s) og Coop ($1-s$).

$$v - p_{NG} - ts = v - p_C - t(1 - s)$$

$$s = \frac{1}{2} + \frac{1}{2t}(p_C - p_{NG})$$

$$(1 - s) = \frac{1}{2} + \frac{1}{2t}(p_{NG} - p_C)$$

Vi antar som en forenkling at NorgesGruppen og Coop har konstante kostnader per produserte enhet, c . Vi vet at bedriftene er symmetrisk, så vi finner et uttrykk for profitten til NorgesGruppen.

$$\pi_{NG} = \max_{p_{NG}} [p_{NG}s - cs] = \max_{p_{NG}} \left[(p_{NG} - c) \left(\frac{1}{2} + \frac{1}{2t}(p_C - p_{NG}) \right) \right]$$

Vi deriverer så uttrykket med hensyn på p_{NG} og setter det lik null, finner beste responsfunksjon for begge:

$$p_{NG} = \frac{t + c}{2} + \frac{p_C}{2} \quad \text{og} \quad p_C = \frac{t + c}{2} + \frac{p_{NG}}{2}$$

Anvender så beste- responsfunksjonene til å finne Nash – likevekten:

$$p_{NG} = p_C = t + c$$

$$s = \frac{1}{2}$$

$$\pi_{NG} = \pi_C = \frac{t}{2}$$

Vi ser så på en modell hvor NorgesGruppen har en større størrelsesfordel enn Coop har. De samme forutsetningene gjelder fortsatt, men vi legger til et størrelsesledd. Vi antar at enhetskostnaden er $c-bs$, hvor bs fanger opp størrelseseffekten. Ny likevekt blir da som følger:

$$\begin{aligned} \pi_{NG} &= \max_{p_{NG}} [p_{NG}s - (c - bs)s] = \max_{p_{NG}} [(p_{NG} - c)s + bs^2] \\ &= \max_{p_{NG}} \left[(p_{NG} - c) \left(\frac{1}{2} + \frac{1}{2t}(p_C - p_{NG}) \right) + b \left(\frac{1}{2} + \frac{1}{2t}(p_C - p_{NG}) \right)^2 \right] \end{aligned}$$

Deriverer så profittfunksjonen med hensyn på p_{NG} og setter den lik null, for å finne beste respons funksjonene.

$$p_{NG} = \frac{t + c - b}{2} + \frac{p_C}{2} \text{ og } p_C = \frac{t + c - b}{2} + \frac{p_{NG}}{2}$$

Vi anvender dette til å finne pris, markedsandel og profitt for NorgesGruppen og Coop. Vi får da følgende:

$$p_{NG} = p_C = t + c - b$$

$$s = 1/2$$

$$\pi_{NG} = \pi_C = \frac{t - b}{2}$$

Sammenligner vi med likevekten uten størrelseseffekten ser vi at prisen er lavere ettersom størrelseseffekten fører til lavere pris. Vi ser at p synker når b øker, desto høyere b er, jo sterkere er størrelseseffekten. Som vist i den interne analysen har NorgesGruppen bedre innkjøpsbetingelser enn Coop (og Rema1000). Vi kan derfor anta at b er høyere for NorgesGruppen enn den andre aktørene, og at de potensielt har incentiver til å sette en lavere sluttbrukerpris for å kapre flere kunder. De øvrige aktørene må da følge etter prisreduksjonen, for å beholde sin markedsandel. Isolert sett er denne effekten altså positiv for konsumenten, gitt at effekten gir utslag i lavere sluttbrukerpriser. I tillegg til størrelseseffekten ser vi at profitten er lavere i likevekten med størrelseseffekt enn uten. Dette skyldes at aktørene konkurrerer hardere om kundene, ettersom flere kunder fører til lavere innkjøpspriser.

I tillegg til at konsumentene vil stå ovenfor høyere dagligvarepriser kan like leverandørpriser føre til at leverandørmakten øker. Innkjøpsprisen avhenger av størrelsen på aktøren, og dersom det innføres forbud mot prisdiskriminering av innkjøpspriser kan leverandørene få økt selgermakt. Typisk vil dette føre til økte sluttbrukerpriser (Hjelmeng & Sørgard, 2014). Trusselen fra leverandørene vil trolig øke dersom det blir besluttet at leverandørprisene skal være lik. Like leverandørpriser vil også gjøre trusselen for nykommere større. I følge Oslo Economics (2017) er stordriftsfordeler i innkjøp det største etableringshinderet i dagligvarebransjen. At det blir enklere for nye aktører å etablere seg i det norske markedet kan gi større konkurranse i markedet, hvilket potensielt kan føre til lavere sluttbrukerpriser. Men det vil også forsterke leverandørenes makt. Leverandørene blir mindre avhengig av NorgesGruppen, Coop og Rema1000 sin hylleplass, dersom de har alternative aktører. Det

kan potensielt føre til høyere leverandørpriser. Hvordan sluttbrukerprisen vil påvirkes er usikkert. Dersom konkurransen blir tilstrekkelig hard på detaljistleddet vil profitten på detaljistleddet konkurreres bort. Hvis derimot konkurransen er mindre hard, kan både leverandør og detaljist være fristet til å sette en pris over egen grensekostnad. Hvilket kan gi en høyere sluttbrukerpris (Hjelmeng & Sørgard, 2014). For NorgesGruppen vil trolig symmetriske priser vært utelukkende negativt, og diskuteres videre i kapittel 9.

4.6.2 Stilltiende samarbeid

I tillegg til effekten av like innkjøpspriser, ønsker vi å drøfte konsekvensene av et potensielt stilltiende samarbeid mellom aktørene i dagligvarebransjen. Konkurransetilsynet utførte i 2018 en stor-razzia hos de tre største dagligvareaktørene. Bakgrunnen for dette var mistanke om brudd på konkurranseloven § 10, om samarbeid som begrenser konkurransen. Vi ønsker også å drøfte effekten av et stilltiende samarbeid i forbindelse med Forbrukerrådet sin app ”Peiling”, som skulle gjøre dagligvareprisene tilgjengelig i sanntid. Appen ble introdusert i 2017, men lagt ned allerede i 2018. Også her grep Konkurransetilsynet inn på grunn av faren for stilltiende samarbeid mellom aktørene. Å publisere prisene i sanntid kunne ”legge til rette for koordinering i markedet, og kunne dermed virket konkurransedempende” (NTB, 2018).

Et stilltiende samarbeid kan oppstå i form av at det eksisterer praksis for hvordan prisene skal settes. Ved stilltiende samarbeid settes prisene høyere enn konkurranseprisene, og profitten til aktørene øker. Vi vil drøfte hvilke faktorer som må være tilstede for at et samarbeid skal kunne oppstå. Samt konsekvensene ved et slikt samarbeid for aktørene i markedet.

En forutsetning for et samarbeid er markedsrett. Markedsrett eksisterer dersom en aktør har mulighet til å begrense tilbudet og heve prisen til over prisnivået i markedet. Dersom en enkelt aktør ikke har muligheten til å utøve markedsrett individuelt, kan kollektiv markedsrett oppstå dersom flere aktører samarbeider. Dette kan skje som *direkte samarbeid* eller som *stilltiende samarbeid*. *Direkte samarbeid* er ulovlig etter konkurranselovens § 10, ”..enhver form for samordnet opptreden som har til formål eller

virkning å hindre, innskrenke eller vri konkurransen, er forbudt". *Stilltiende samarbeid* er derimot ikke forbudt, til tross for potensielt uheldige konkurransekonsekvenser.

Den største aktøren i markedet er NorgesGruppen, hvorvidt de alene kan utøve markedsrett er usikkert. En markedsandel på rundt 40% utgjør en alminnelig nedre grense for dominans (von der Fehr & Hjelmeng, 2018). Konkurransetilsynet skal utrede hvorvidt det eksisterer misbruk av dominerende stilling i dagligvaremarkedet (Dalseg & Faltin, 2018), hvilket er ulovlig. Fokuset i denne delen er derimot rettet mot utøvelse av markedsrett i form av samarbeid mellom aktørene. Vi anvender *etableringsbarrierer* og *størrelsen på aktørene* som indikatorer på utøvelse av markedsrett (Sørgard, 2003).

Dagligvarebransjen kan karakteriseres som et oligopolistisk marked, med tre store aktører. Som nevnt i bransjeanalysen har dagligvarebransjen middels- høye etableringsbarrierer. Hvordan disse utvikler seg over tid er imidlertid usikkert. Det vil blant annet avhenge av tiltak som settes i gang etter utredningen til Konkurransetilsynet. Størrelsen på aktørene og antall aktører kan også være en indikasjon på markedsrett. Markeder med høy konsentrasjon og markedsrett fører til at stilltiende samarbeid, eller koordinering lettere kan forekomme. Det norske dagligvaremarkedet har en HHI på 3300⁵, hvilket tyder på høy konsentrasjon, som igjen indikerer markedsrett. Konkurransen i dagligvaremarkedet kan karakteriseres som Cournot konkurranse, eller kvantumskonkurranse. Til tross for at det i hovedsak konkurreres om pris, må butikkene fastsette kvantum først (antall butikker, størrelsen på butikkene, vareinnkjøp). For markeder med Cournot konkurranse er HHI et godt mål på konsentrasjonen (Oslo Economics, 2017). Et alternativt mål på konsentrasjon er å se på markedsandelen til de største aktørene. I tabellen under har vi vist HHI og C2 og C3 for dagligvaremarkedet. Vi konkluderer med at forutsetningen om markedsrett er tilstede.

NorgesGruppen	43,2	43,2	43,2
Coop	29,3	29,3	29,3
Rema 1000	23,7		23,7

⁵ Beregnet som $43,2^2+29,3^2+23,7^2+3,7^2+0,1^2=$

Bunnpris	3,7		
Andre	0,1		
	HHI = 3300	C2 = 72,5	C3 = 96,2

Tabell 8 Konsentrasjon i dagligvaremarkedet 2018

For å illustrere konsekvensen av et stilltiende samarbeid tar vi utgangspunkt i to bedrifter som møtes i markedet et uendelig antall ganger. Prisene settes simultant, og bedriftene har fått mulighet til å kommunisere sin strategi til motparten. Dette må ikke skje direkte, men kan skje ved at konkurrentene ser at en aktør velger å sette *høy pris* i prisportalen. Vi antar at aktørene så vil følge en *grim trigger strategi*. Hvilket innebærer å sette monopolpris og hvis en aktør avviker vil bedriftene sette konkurranseprisen i alle gjenværende perioder (Sørgard, 2003). Gitt identiske bedrifter vil profitten i hver periode bli:

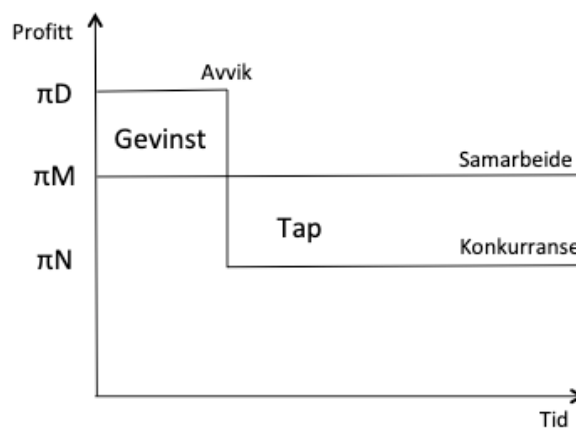
$$\pi^M = \text{Profitt dersom begge setter monopolpris}$$

$$\pi^D = \text{Profitt for bedrift som avviker fra monopolprisen}$$

$$\pi^N = \text{Profitt ved konkurransepris}$$

Det er rimelig å anta at profitten ved å sette en pris lavere enn monopolprisen for å kapre en større andel av markedet, er høyere enn monopolprofitten. Dette er vist i ligningen under.

$$\pi^D > \pi^M > \pi^N$$



Figur 19 Illustrasjon gevinst/tap ved avvik

Bedriftene står da ovenfor en avveining mellom å bryte samarbeidet og sikre profitt lik π^D på kort sikt og π^N på lang sikt. Eller å opprettholde samarbeidsprisen og oppnå profitt lik π^M . Dette er illustrert i figur 19. Denne avveiningen vil avhenge av hvordan bedriftene verdsetter en krone i dag mot en krone i fremtiden. Diskonteringsfaktoren defineres som δ , hvis $\delta = 1$ er en krone i fremtiden verdt like mye som en krone i dag, og $\delta = 0$ er en krone uten verdi i fremtiden. Størrelsen er bestemt av hvor *tålmodig* bedriften er og *periodelengden*. Diskonteringsfaktoren nærmer seg 1 dersom periodelengden er kort og bedriften er tålmodig (Sørgard, Konkurransestrategi, 2003). Bedriften vil anse det som lønnsomt å bevare samarbeidet dersom:

$$\pi^M \left[\frac{1}{1 - \delta} \right] \geq \pi^D + \pi^N \left[\frac{\delta}{1 - \delta} \right]$$

Omformer vi uttrykket finner vi at bedriften ikke anser det som lønnsomt å avvike dersom:

$$\delta \geq \frac{\pi^D - \pi^M}{\pi^D - \pi^N}$$

Sørgard (2003) peker på tre forhold som kan føre til et vellykket samarbeid, altså at monopolprisen opprettholdes. Bedriftene må være *tålmodige*, altså legger de vekt på fremtidig profitt. På en side kan det tenkes at bedriftene er utålmodige og ønsker umiddelbar profitt ettersom det oppstår priskriger, spesielt ved høytider. På den andre siden er det viktig å sikre fremtidig inntjening, spesielt når det påstås at marginene i bransjen er lav (Tollersrud & Brekke, 2018). Aktørene er i så måte ikke tjent ved at det bryter ut priskriger og marginene reduseres ytterligere. Vi anser derfor bedriftene som relativt tålmodige. Den andre faktoren for et vellykket samarbeid er at *periodelengden er kort*. Hvilket innebærer at avvik oppdages fort og bedriftene kan reagere raskt. Prissjekkere og elektroniske hylleforkanter gjør at konkurrentenes priser rapporteres raskt, og kjedene fortløpende kan endre egne priser (Virke, 2018). Den siste faktoren er forventningen om *hard konkurranse etter avvik*, altså at tapet på lang sikt kan virke avskrekkende (Sørgard, 2003). Ser vi på priskrigene i forbindelse med høytider, er priskonkurransen på sesongvarer er ofte svært hard og kjedene følger hverandre tett. Å starte en priskrig kan være lønnsomt i perioden man er eneste aktør med lav pris. Responsen fra de andre aktørene kan derimot føre til at prisen presses så langt ned at tapet er større enn gevinsten. Det kan derfor antas at trusselen om hard konkurranse virker noe avskrekkende.

Oppsummert er alle karakteristika som taler for at det er potensial for stilltiende samarbeid tilstede. Det er få aktører i markedet og det eksisterer etableringsbarrierer. Bedriftene antas å være relativt tålmodige, samt periodelengden er kort og konkurransen er hard ved avvik.

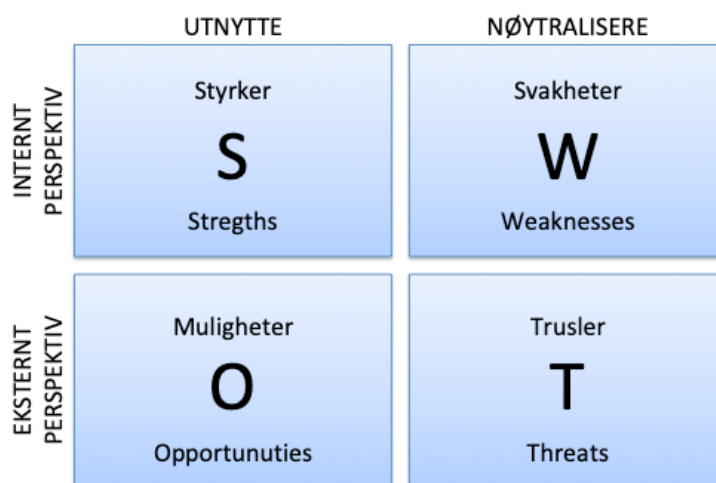
En prisportal kan styrke potensialet for koordinert prissetting. At bedriftene i markedet får rapportert priser i sanntid via en prisportal kan øke potensialet for et samarbeid. Sørgard (2003) peker på at rask respons i form av markedets *gjennomsiktighet* og *muligheten* for rask respons reduserer aktørenes fristelse til å avvike fra monopolprisen. Tilgang til konkurrentenes priser i sanntid vil gi fullstendig transparens i bransjen. Hvilket innebærer at alle vet alt, en bedrift vil da umiddelbart observere dersom en konkurrent avviker. Gjennomsiktighet vil føre til at bedriften raskt responderer på avviket. Som vi har nevnt er det mulig å reagere svært raskt på prisendringer da hylleforkantene er elektroniske. Dette vil føre til en enda kortere periodelengde, som igjen fører til at diskonteringsfaktoren, δ , beveger seg mot 1.

Et annet forhold som styrker potensialet for koordinert prising er hard straff (Sørgard, 2003). Basert på historisk informasjon om aktørenes atferd under priskriger vet vi at bedriftene følger hverandres priser tett. Sørgard (2003) peker på tre forhold som må være tilstede for at straff skal fungere tilfredsstillende. For det første må straffen være enkel og klar, den må gjennomføres med sikkerhet og den må være hard nok til at avvik er ulønnsomt. Alle tre forholdene antas å være tilstede for priskonkurranser i dag. Et priskutt hos en aktør følges opp av de andre aktørene, marginene blir således mindre og avviket kan anses som ulønnsomt da periodelengden er svært kort.

Vi konkluderer med at forholdene for et potensielt samarbeid mellom aktørene er tilstede i dagligvaremarkedet, og har vist at en prisportal (og prissjekkere) kan forsterke et potensielt samarbeid. Vi må presisere at vi har ingen bevis på at et slikt stilltiende samarbeid eksisterer i dag, men at egenskaper ved markedet gjør et slikt samarbeid mulig. Et slikt samarbeid vil i så fall gi aktørene i markedet høyere profitt enn ved frikonkurranse.

4.7 SWOT

Som nevnt innledningsvis anvender vi resultatet fra PESTEL, Porters Five Forces og VRIO til SWOT analysen. SWOT analysen vil gi oss et bilde på hvilke trusler og muligheter som eksisterer i det eksterne miljøet, samt hvilke styrker og svakheter bedriften har. Varige konkurransefortrinn oppnås ved å implementere strategier som utnytter styrker gjennom å agere på muligheter i det eksterne miljøet, samt nøytralisere trusler og unngå intern svakhet (Barney, 1991).



Figur 20 SWOT rammeverk

Styrker

Den største styrken til NorgesGruppen er at de er den største dagligvarekjeden i Norge, med en markedsandel på 43,2% (Nielsen, 2019a). Størrelsen gir de stordriftsfordeler i innkjøp og distribusjon, som vi har antatt er varige konkurransefortrinn. Som påpekt tidligere er ikke et varig konkurransefortrinn tidsbegrenset, men avhenger av om konkurrentene klarer å duplisere ressursen. For konkurrentene vil det være svært vanskelig å imitere fordelene knyttet til størrelse, så lenge NorgesGruppen beholder posisjonen sin. Posisjoneringen til NorgesGruppen, i nettbutikkmarkedet og i de største segmentene utgjør også et konkurransefortrinn, om så bare et midlertidig et. De resterende ressursene utgjør paritet. Paritet er ikke bedriftenes ønskede posisjon, men ressursene er verdifull og ofte nødvendig for å konkurrere i markedet (Barney, 1995).

Svakheter

Fra den interne ressursanalysen er det ingen av ressursene som utgjør en konkurranseulempe for NorgesGruppen. Analysen er dog basert på offentlig tilgjengelig informasjon og det er mulighet for at noen ressurser har blitt oversett. Den største svakheten til NorgesGruppen er trolig at de ikke kan øke markedsandelen sin betydelig uten at det får konsekvenser. Konkurransetilsynet har iverksatt granskning av bransjen og om det utøves markedsrett. Vekst i markedsandelen til NorgesGruppen vil sannsynligvis føre til tiltak for å øke konkurransen i markedet. Dette diskuteres i avsnittet om *trusler*.

Muligheter

At NorgesGruppen er den største aktøren gjør at de kan utnytte stordriftsfordelene sine til bedre leverandøravtaler og distribusjon. Som nevnt i den eksterne bransjeanalysen er leverandøravtaler og tilgang til distribusjonskanaler to av de største etableringshindringene. Med en markedsandel på 43,2% er det essensielt for leverandørene å få tilgang til hylleplassene, hvilket gir NorgesGruppen makt ovenfor leverandørene. Nettbutikkene anså vi å være en potensiell fremtidig trussel mot dagligvaremarkedet, da markedet er i sterk vekst (Virke, 2018). NorgesGruppen har selv opprettet nettbutikk og i så måte delvis nøytralisert trusselen.

Teknologiske muligheter har NorgesGruppen utnyttet gjennom automatisk varesupplering, helautomatisk lager og nye IT systemer. De oppgir at driftskostnadene er redusert med 41%, mye på grunn av teknologiske innovasjoner (NorgesGruppen, 2018a). I tillegg får de gjennom lojalitetsprogrammet Trumf svært mye kundedata som kan anvendes til bedre – og mer personlig markedsføring. Kundedata og utnyttelsen av det gjennom personlig markedsføring kan øke differensieringen i markedet. Per i dag anses lojalitetsprogrammene til å være for like, men vi anser det som en mulighet for NorgesGruppen og aktørene i markedet.

De siste årene har lavprissegmentet opplevd sterk vekst, andelen lavprisbutikker har økt fra 51% til 65% fra 2009 til 2016. Lavprisbutikkene har ofte en lavere driftsmargin, men veier opp for lav pris med høyt salgsvolum (Oslo Economics, 2017). For NorgesGruppen, som har

fordeler i innkjøp kan dette være en strategi å følge i fremtiden. På den andre siden har de 81,3% av supermarkedssegmentet med butikkene Meny og Spar (Menon Economics, 2018). Ved å fokusere på supermarkedene, gjennom kvalitet og service kan de ta en høyere pris og dermed potensielt oppnå høyere driftsmargin. Forventninger til fremtiden diskuteres i avsnitt 10.1.

Trusler

Trusselen fra substitutter anså vi å være middels. NorgesGruppen har forsøkt å nøytralisere trusselen fra nettbutikkene gjennom selv å opprette nettbutikk. Omsetningen i nettbutikkene har økte betydelig de siste årene (Virke, 2018). At NorgesGruppen er tidlig ute med nettbutikk kan gi de et konkurransefortrinn. Trusselen fra grensehandel anses derimot som vanskeligere å nøytralisere, men den er også kun til stede på Østlandet.

Bransjeanalysen viste at leverandørene var en middels trussel. For NorgesGruppen er stordriftsfordeler i innkjøp av varer den største styrken deres. Det har i midlertid være debatt rundt leverandørprisene det siste året. Coop og Rema 1000 har gått offentlig ut og hevdet at de får dårligere betingelser enn NorgesGruppen (Tollersrud & Brekke, 2018). Det er imidlertid ikke forbudt å selge varer til ulik pris i Norge, men det er ikke lov å misbruke sin dominerende stilling. Konkurransetilsynet skal fremover utrede konkurransesituasjonen i dagligvaremarkedet (Dalseg & Faltin, 2018). Restriksjoner i innkjøpspriser kan potensielt utgjør en trussel for NorgesGruppen. I verste fall mister de sin viktigste konkurransefordel, like konkurransepriser er dog ikke til forbrukerne sitt beste og antas å ikke blir innført. Det har også blitt foreslått å endre importvernet, slik at konsentrasjonen på leverandørleddet reduseres og det blir lettere for nye aktører å etablere seg (Sørgard, 2018). I avsnitt 10.1 diskuterer vi hvordan tiltakene kan påvirke NorgesGruppen i fremtiden.

Oppsummering SWOT

Oppsummering av SWOT analysen er vist i figuren nedenfor. NorgesGruppen sitt største konkurransefortrinn er knyttet til stordriftsfordeler i innkjøp og distribusjon. De har også en god posisjonering i form av at de har profilhus i ulike segmenter, samt nettbutikk. Hvilket gjør det mulig å følge ulike strategier i fremtiden. Den største svakheten er at de ikke kan øke markedsandelen sin betydelig uten å forvente inngrep fra myndighetene. Truslene i Five

forces analysen stammet i hovedsak fra rivalisering innad i bransjen, leverandører og substitutter. Dette trusselbildet kan endre seg dersom det blir iverksatt tiltak for å øke konkurransen i dagligvarebransjen. Dette diskuteres i avsnitt 10.1, om forventninger i fremtiden.



Figur 21 SWOT analyse oppsummert

5. Valg av verdsettelsesteknikk

5.1 Fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdivurdering

Vi ønsker i følgende kapittel å gi en kort innføring i ulike teknikker for å utføre en verdivurdering av NorgesGruppen. I hovedsak er det tre hovedteknikker som anvendes (Damodaran, 2012):

- Fundamental verdivurdering
- Komparativ verdivurdering
- Opsjonsbasert verdivurdering

De ulike teknikkene er ikke gjensidig utelukkende, men et supplement for å komme frem til best mulig estimat. Det er nyttig å vurdere og bruke flere metoder for god presisjon i verdiesimatet. Valg av passende teknikk er avhengig av virksomheten, bransjen, fase i livssyklusen, informasjonstilgang og disponibel tid (Kaldestad & Møller, 2016). Vi kommer først til å presentere de ulike teknikkene før vi gjør et valg på hva vi mener passer best å bruke på NorgesGruppen.

5.2 Fundamental verdivurdering

Fundamental verdsettelse anses som den grunnleggende verdsettelsesteknikken. Teknikken er basert på analyser av underliggende/fundamentale forhold, gjennom strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av fremtidsregnskap. Innenfor fundamental verdsettelse, skilles det ofte mellom egenkapitalmetoden som er en direkte verdsettelse av egenkapitalen og selskapskapitalmetoden som er en indirekte metode. Penman (2013, p. 85) nevner fem ulike steg for å komme frem til et estimat på verdien. Første steg er å bli kjent med virksomheten (produkter, kunnskapsbase, konkurrenter, regulatoriske begrensninger og ledelsen). Neste steg er å analysere informasjon om resultatregnskap. Videre utvikles prognoser (spesifisere utbetalinger og prognostisere utbetalinger). De to siste stegene går ut på å konvertere en prognose til en verdivurdering og eventuelt utvikle handlingsstrategier

(Penman, 2013, p. 85). Fordelen med denne metoden er at den er grundig, og en får en helhetlig vurdering av virksomheten.

5.2.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden en direkte verdsettelse av egenkapitalen. Metoden går ut på å beregne nåverdien av egenkapitalens kontantstrøm. Det er flere modeller som kan brukes for å estimere egenkapitalen: utbyttmodellen, fri kontantstrøm modellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Når en bruker metodene blir det brukt ulike kontantstrømmer, men gitt de samme forutsetningene skal estimatet til verdien bli det samme.

5.2.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden er en indirekte metode for å verdsette egenkapitalen. Metoden kan deles i ulike varianter, blant annet netto driftskapitalmetoden og sysselsattkapitalmetoden. For å finne egenkapitalverdien anvender man de samme metodene som for egenkapitalmetoden, men med ulike kapitaler. Vi trekker også ut netto finansiell gjeld, for å identifisere verdien på egenkapitalen (Damodaran, 2012). Gitt konsistent anvendelse av den indirekte metoden vil den gi likt verdiestimat.

5.3 Komparativ verdivurdering

Komparativ verdivurdering er verdsettelse gjennom å sammenligne nøkkeltall og størrelser med sammenlignbare eiendeler eller selskap. En estimerer verdien til virksomheten basert på sammenlignbare virksomheter i markedet (Kaldestad & Møller, 2016). Det er den mest brukte metoden i praksis (Damodaran, 2012). Innenfor komparativ verdivurdering kan en bruke to ulike modeller, multiplikatormodellen og substansverdimodellen. Modellene er enkle å bruke og forstå, ulempen er at det kan være vanskelig å finne sammenlignbare virksomheter. Vi vil videre gi en kort innføring i de ulike modellene.

5.3.1 Multiplikatormodellen

Multiplikatormodellen anvender markedsverdien til sammenlignbare selskaper. Metoden tar utgangspunkt i et tall i resultatoppstillingen, som omsetning, EBITDA, EBIT. Eller et tall fra balansen, som eiendeler, sysselsatt kapital eller egenkapital. For så å multiplisere med en faktor (Kaldestad & Møller, 2016, p. 221). Multiplene kan være resultat – og kontantstrømorienterte, balanseorienterte eller ikke –finansielle. Altså trenger ikke virksomhetsverdien å bli sammenlignet med resultatposter, i noen bransjer er antall ansatte, antall kunder eller et produksjonsmål mer hensiktsmessig å anvende (Kaldestad & Møller, 2016, pp. 221-235). Hvilken multiplikator som anvendes avhenger av formålet med vurdering og tilgjengelig informasjon. For å få et godt estimat bør en ha erfaring eller kjennskap med hvilke multipler som er normale for bransjen eller tilsvarende selskaper. En sammenligner så sammenhengen mellom flere selskaper for å få et estimat på selskapet en ønsker å verdivurdere (Kaldestad & Møller, 2016, p. 221).

Denne metoden tar utgangspunkt i en pris som er satt på andre virksomheter, altså hvor et marked har estimert en verdi på en fremtidig kontantstrøm og en antar at samme forhold er gjeldende for selskapet en selv gjør et estimat på. Underliggende verdidrivere og vekstmuligheter er ikke nødvendigvis det samme. En ulempen er at multiplene som blir brukt som sammenligningsgrunnlag ikke nødvendigvis er riktige og sammenlignbare (Kaldestad & Møller, 2016, p. 222). Modellen har også et kortsiktig fokus, og kan være lett å misbruke ved opportunistisk atferd. På motsatt side er det en enkel og lite tidkrevende metode hvor markedet bestemmer. Verdiene som fremkommer er basert på hva markedet er villig til å betale for denne type selskaper. Metoden brukes også mye i praksis (Kaldestad & Møller, 2016, p. 226-227).

5.3.2 Substansverdimodellen

Substansverdimodellen er en indirekte komparativ verdsettelse. En verdsetter selskapet indirekte gjennom at eiendeler og gjeld blir sammenlignet med beste estimat på sammenlignbare eiendeler og gjeld. Substansverdimetoden tar altså utgangspunkt i salgsverdien til selskapets eiendeler. Ved å bruke denne metoden verdsetter et selskap til

markedsverdien av selskapets eiendeler fratrukket rentebærende gjeld og latent skatt (Kaldestad & Møller, 2016, p. 241).

Når en verdsetter etter denne metoden, tar en utgangspunkt i det en anslagsvis får solgt eiendelene for i markedet i dag. Ofte basert på observerbare priser på lignende eiendeler, dersom dette er mulig å finne (Kaldestad & Møller, 2016, p. 242). Metoden er minst anvendbar for tradisjonelle virksomheter med vesentlige immaterielle eiendeler som humankapital, strukturkapital og relasjonskapital. Disse lar seg ikke selge på et åpent marked. Metoden egner seg derimot godt for bransjer med betydelige materielle eiendeler, som eiendom, shipping og investering (Kaldestad & Møller, 2016, pp. 245-246). Denne metoden fungerer altså best når det eksisterer et marked for selskapets eiendeler. Samt eiendelens verdi er uavhengige av virksomheten, i form av at de vil generere den samme kontantstrømmen uavhengig av hvem som eier den. Og/ eller rentabiliteten på eiendelen er lav, altså bruksverdien er lavere enn salgsverdien og eieren er dermed tjent med å selge (Kaldestad & Møller, 2016, p. 245).

5.4 Opsjonsbasert verdivurdering

En opsjon gir eieren rettigheten, men ikke plikt til å kjøpe eller selge en aksje, vare eller tjeneste til en forhåndsavtalt pris. Realopsjoner kombinerer teori rundt finansielle instrumenter som opsjoner, med investeringer i realaktiva. Verdien av denne fleksibiliteten kan undervurderes i tradisjonell fundamental verdsettelse, spesielt dersom framtidsutsiktene er usikre (Kaldestad & Møller, 2016, p. 258). Kaldestad og Møller (2016, p. 258) har inndelt realopsjoner i tre hovedkategorier:

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

For selskaper med realopsjoner er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i et statisk scenario med tillegg av verdien av fleksibilitet:

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

Det er flere utfordringer knyttet til å verdivurdere selskaper hvor realopsjoner utgjør en betydelig del av verdiene. Det kan være lett å undervurdere verdien fordi en glemmer fleksibilitetskomponenten. Men samtidig, dersom en inkluderer verdien av fleksibiliteten, øker sannsynligheten for en overvurdering på grunn av dobbelttelling. For eksempel dersom en legger inn en høy vekstfaktor i det første leddet (Gordons vekstformel) og samtidig beregner en opsjonsverdi i det andre leddet. For selskaper med stor dynamikk /volatilitet, med muligheter for store teknologiske skift er verdien av fleksibilitet stor. Det kan da være hensiktsmessig å splitte verdien i to eller flere komponenter. Dette kan for eksempel gjøres ved å verdsette den etablerte delen av virksomheten gjennom tradisjonell fundamental verdsettelse og verdsette realopsjonene separat (Kaldestad & Møller, 2016, pp. 268-269).

5.5 Valg av verdsettelsesmetode

Kaldestad & Møller (2016) nevner flere faktorer som påvirker hvilken verdsettelsesmetode som er passende. Vi vil derfor gi en kort vurdering av hvilken faktorer som er avgjørende for valg av metode. Som tidligere nevnt er type virksomhet og bransje viktig, fase i livssyklusen, informasjonstilgang og disponibel tid er også avgjørende faktorer. NorgesGruppen er en stor aktør i dagligvarebransjen. Virksomheten er relativt stabil og i analyseperioden (2012- 2018) har vi ikke sett spesielt store endringer i regnskapstallene. Vi anser bransjen som stabil og som relativt lite utsatt for store endringer i nærmeste fremtid. Virksomheten er i en moden fase i livssyklusen. Dette begrunner vi med at inntektene i stor grad genererte av driften og inntjeningen har vært stabilt stigende over flere år. Informasjonstilgangen vi har vurdert er gamle og nye årsrapporter, samt kvartalsrapporter og bransjeanalyser. Vi anser tilgangen på informasjon som relativt god på konsernnivå, men for analyser av det ulike segmentene i NorgesGruppen er informasjonen ikke tilstrekkelig til grundige analyser. Dette gjelder også for konkurrerende virksomheter som Coop Norge og Rema 1000. Når det kommer til disponibel tid har vi perioden januar til juni tilgjengelig. Vi anser dette som tilstrekkelig med tid, men det begrenser i hvor stor grad vi kan ta hensyn til ny informasjon som kommer i løpet av skriveperioden. Oppgaven vil derfor være basert på informasjon frem til og med april 2019 da rapportene for 2018 blir publisert. Vi baserer verdivurderingen på en fundamental verdsettelse, kombinert med komparativ verdsettelse. Metodene er ikke

gjensidig utelukkende, og vi mener at denne kombinasjon vil være med på å gi det mest korrekte verdiestimatet.

5.5.1 Fremgangsmåte for fundamental verdivurdering

Første steg i verdsettelsen er å bli kjent med virksomheten (produkter, kunnskapsbase, konkurrenter, regulatoriske begrensninger og ledelsen) (Penman, 2013, p. 85). Dette får vi kjennskap til gjennom den interne og eksterne analysen. Den interne analysen gir informasjon om interne ressurser virksomheten besitter og den eksterne analysen gir informasjon om bransjen.

Neste steg er å analysere informasjon som resultatregnskap. Informasjonen blir i hovedsak hentet fra nye og gamle årsrapporter og kvartalsrapporter. En ønsker å se på hvor inntektene fra virksomheten egentlig kommer fra. Altså om det er i hovedsak driften som genererer inntekter og ikke andre underliggende forhold som for eksempel engangsgevinster, og som dermed ikke er varig inntektsgrunnlag for virksomheten videre. Målet er å få et regnskap som viser hva som er forventet ved videre drift, altså investeringsorientert (ikke kreditororientert). For å gjøre dette er det vanlig å skille mellom operasjonelle og finansielle poster i regnskapet. Samt skille ut de postene som blir vurdert som unormale og ikke påvirker videre drift. En ser så videre på utvikle prognoser (spesifisere utbetalinger og prognostisere utbetalinger) (Penman, 2013, pp. 85-86). Utarbeidelsen av prognosene tar utgangspunkt i den strategiske regnskapsanalysen.

De to siste stegene går ut på å konvertere en prognose til en verdivurdering og eventuelt utvikle en handlingsstrategi. En skal i steg fire neddiskontere den estimerte prognosen, enten etter egenkapitalmetoden eller selskapskapitalmetoden. En må ta hensyn til tidsverdien av penger og risiko (Penman, 2013, pp. 85-86). I det siste steget vurderes estimatet opp mot usikkerhet. For å finne usikkerheten kan en benytte simuleringer og sensitivitetsanalyser. En ser da hvor mye estimatet påvirkes av endringer i en eller flere verdidrivere.

6. Regnskapsanalyse

I denne delen av oppgaven ønsker vi å analysere regnskapsinformasjon. Regnskapsanalysen skal gi oss informasjon om NorgesGruppens historiske økonomiske situasjon og hvordan virksomhetens økonomiske situasjon er i dag. Ved å bruke regnskapstallene direkte fra årsrapporten er det en fare for at regnskapstallene er mer kreditororienterte enn investororienterte, vi kommer derfor til å gjennomføre en omgruppering av både balansen og resultatregnskapet. Ved å gjøre regnskapstallene mer egnet for analyseformål løftes kvaliteten på videre analyse. Før vi går i gang med omgrupperingen av resultatregnskapet og balansen, vil vi drøfte kort utfordringen ved å bruke regnskapstall til analyseformål. Vi vil også reflektere litt rundt analysenivå, passende analyseperiode og sammenlignbare virksomheter. Etter omgrupperingen av resultatregnskapet og balansen vil vi se på måling og justering av målefeil, før vi kort presenterer rammeverket for forholdstallanalyse som vi skal bruke videre.

6.1 Utfordringer med bruk av regnskapstall

I Kaldestad & Møller (2016) påpekes det at noen er skeptiske til å bruke regnskapet for analyseformål. Grunnen til denne skepsisen er at regnskapsanalysen er knyttet til fortiden. Regnskapsanalysen viser hvilken historiske resultater som en virksomhet har oppnådd. Derfor mener noen at det å basere seg på regnskapet, kan sammenlignes med å se tilbake i tid og ikke fremover, “å styre etter kjølvannet”. Kritikken kan være berettiget, da en ikke kan anta at fortiden vil kunne presentere fremtiden. For å redusere noe av effekten av å bruke regnskapstall som ser på den historiske og dagens situasjon, vil det være sentralt å ta i bruk også den strategiske delen av analysen for å kunne si noe om hvilke fordeler og utfordringer virksomheten vil møte i fremtiden.

6.2 Forberedelse til regnskapsanalyse

Før vi går i gang med regnskapsanalysen ønsker vi å gi en kort innføring i analysenivået, analyseperioden og sammenlignbare virksomheter.

6.2.1 Analysenivå

Når en skal analysere en virksomhet kan en ta utgangspunkt i mindre forretningsområder eller konsernregnskapet. Hva en velger er knyttet til hvor mye informasjon som er tilgjengelig. Noen ganger er det ikke nok informasjon tilgjengelig for hvert forretningsområde, til å gjøre en god analyse (Penman, 2013). Dersom en har tilstrekkelig med informasjon bør virksomheter med flere forretningsområder analyseres per forretningsområde. Det vil gi bedre informasjon om hvert enkelt forretningsområde og separate analyser. Er det derimot mindre informasjon tilgjengelig kan en være nødt til å bruke konsernregnskapet som utgangspunkt. Vi baserer oppgaven vår på offentlig tilgjengelig informasjon som årsrapporter og regnskap. Informasjonen er derfor noe begrenset. Vi har noteinformasjon om segmentene tilgjengelig, men vi anser ikke dette som tilstrekkelig til å basere regnskapsanalysen på. Siden vi ikke har nok informasjon til å utføre regnskapsanalysen per forretningsområde er vår analyse basert på konsernregnskapet.

6.2.2 Analyseperiode

Når en skal velge hvilken lengde en skal på analyseperioden kan en ta utgangspunkt i virksomhetens og bransjens strukturelle stabilitet. Ved strukturell stabilitet menes her at virksomheten ikke har opplevd store endringer i drift – og virksomhetsområde. Ved en slik strukturell stabilitet kan en argumentere for at en lang analyseperiode er hensiktsmessig. Å se på regnskapstall lengre tilbake i tid, gir oss et bedre grunnlag for å vurdere virksomheten. En annen faktor som kan være sentral ved valg av analyseperiode er konjunktursvingninger i økonomien. Vi anser dagligvarebransjen som relativt lite konjunkturutsatt da virksomheten selger nødvendighetsgoder som i mindre grad kan utelates ved dårlige tider, vi anser derfor ikke konjunktursvinger som en spesielt sentral faktor når vi skal velge analyseperiode. En kort analyseperiode gir færre tall å arbeide med og da også et svakere grunnlag for analysen. Det kan være fare for at en kort analyseperioden ikke får med både oppgangstider og nedgangstider i økonomien. Er man derimot i en periode preget av mange oppkjøp og avviklinger, kan det likevel være nyttig å se på en kortere analyseperiode da gamle regnskapstall ikke representerer dagens situasjon. NorgesGruppen er en stor aktør med jevnt stigende regnskapstall og det har vært få store endringer i virksomhetens struktur de siste årene. Vi har valgt en analyseperiode på 7 år (2012- 2018), hvilket gir oss et godt grunnlag for å vurdere virksomheten over tid.

6.2.3 Sammenlignbare virksomheter

Vi sammenligner NorgesGruppen med konkurrentene som presentert i kapittel 2.5. Det kan være noe forskjell i sammenligningsgrunnlaget, da regnskapene er ført etter forskjellige regnskapsprinsipper. For NorgesGruppen og Rema 1000 er konsernregnskapet ført i henhold til International Financial Reporting Standards (IFRS). IFRS retter seg mot balansen og definisjoner av eiendeler og gjeld. IFRS regnskaper har derfor tendenser til å være mer volatile enn regnskaper som er ført etter god regnskapsskikk i Norge, som historisk har vært rettet mot sammenstilling av inntekter og kostnader (Kaldestad & Møller, 2016, s.61). Regnskapet til Coop Norge SA er derimot ført etter regnskapsloven med forskrifter og god regnskapsskikk. Dersom vi finner vesentlige forskjeller vil vi justere for disse for å gjøre sammenligningsgrunnlaget best mulig.

De sammenlignbare selskapene har alle virksomhet utenfor ordinær butikkdrift. NorgesGruppen driver blant annet servering på Esso bensinstasjoner gjennom kioskvirksomheten Deli De Luca. Rema 1000 har kioskene Narvesen og 7-eleven. Coop driver ikke annen serveringsvirksomhet, men har byggevarer som inngår i konsernet. I tillegg har de en større andel non-food varer i sine butikken enn konkurrentene. Alle de overnevnte har også egen eiendomsvirksomhet. Grunnet manglende noteinformasjon er regnskapsanalysen basert på konsernregnskapene. Dette kan medføre noe unøyaktighet, men ettersom alle selskapene har drift utenom butikkdrift anser vi sammenligningsgrunnlaget som kurant.

6.3 Presentasjon av resultatregnskap og balanse

Før vi omgrupperer regnskapet og balansen har vi presentert det opprinnelige regnskapet som publisert av NorgesGruppen. Konsernregnskapet til NorgesGruppen er utarbeidet i henhold til IFRS (International Financial Reporting Standards) og fortolkninger publisert av International Accounting Standards Board (IASB) (NorgesGruppen, 2019a). Konsernregnskapet er i stor grad utarbeidet i henhold til historisk kost prinsippet. Kun finansielle instrumenter er blitt vurdert til virkelig verdi, verdiendringen er da ført over

resultatet. Vi ønsker å gjøre regnskapet mer investororientert. I følgende kapittel går vi gjennom stegene for omgruppering av regnskapet og balansen til NorgesGruppen.

6.3.1 Presentasjon av resultatregnskap 2012-2018

Resultatregnskap - konsern

(Alle beløp i 1000 kroner)

	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>
Salgsinntekter	59 409	64 592	68 508	72 746	76 868	82 308	84 650
Andre driftsinntekter	2 271	2 373	2 411	3 006	2 825	2 860	2 706
Leieinntekter	403	431	472	472	469	464	456
Sum driftsinntekter	62 083	67 396	71 391	76 224	80 162	85 632	87813
Varekostnader	-45 456	-49 610	-52 636	-56 163	-58 596	-63 299	-65 149
Lønnskostnader	- 7 268	- 8 110	- 8 363	- 8 885	- 9 855	-10 049	-10 301
Andre driftskostnader	- 5 464	- 5 777	- 6 035	- 6 448	- 6 866	- 7 045	- 7 372
Av- og nedskrivninger	- 1 696	- 1 625	- 1 678	- 1 847	- 1 825	- 2 116	- 2 151
Inntekt på investering i tilkny	372	362	266	289	245	69	300
Sum driftskostnader	-59 511	-64 760	-68 446	-73 054	-76 897	-82 579	-84 672
Driftsresultat	2 572	2 636	2 945	3 170	3 266	3 052	3 140
Finansinntekter	100	149	112	145	184	119	122
Finanskostnader	- 404	- 380	- 441	- 314	- 285	- 394	- 205
Netto finansresultat	- 304	- 231	- 328	- 169	- 101	- 274	- 83
Resultat før skattekostnad	2 268	2 405	2 616	3 001	3 164	2 778	3 057
Skattekostnad	- 614	- 612	- 686	- 640	- 699	- 688	- 647
Årsresultat	1 654	1 793	1 930	2 361	2 465	2 090	2 410
Minoritets andel av årsresultat	29	24	24	28	25	41	20
Majoritets ande av årsresultat	1 625	1 769	1 907	2 333	2 440	2 049	2 391
Resultat pr. aksje	40,87	45,46	48,89	59,58	62,29	52,33	61,14
Årsresultat	1 654	1 793	1 930	2 361	2 465	2 090	2 410
Utvidet resultat							
<i>Utvidede resultatposter som ikke kan bli reklassifisert over resultatet</i>							
Aktuarmessig gevinster og tap	59,9	-35,7	-43,4	6,4	-25,7	-29,0	-26,7
Andre utvidede resultatposter	40,5	-42,4	-15,2	-24,3	-0,8	6,6	0,1
Skatt					6,2	5,3	6,1
<i>Utvidede resultatposter som kan reklassifiseres over resultatet</i>							
Sikring	-38,6	38,7	-122,1	-33,0	119,0	31,9	34,1
Omregningsdifferanser valuta	-0,8	17,3	57,6	35,1	-36,9	11,5	-3,4
Egenkapitaleffekt fra tilknyttede selskaper					-16,3	15,4	-33,1
Skatt	-8,4	-0,5	44,2	7,0	-28,6	-7,3	-7,8
Periodens utvidede resultat	52,6	-22,6	-78,9	-8,8	16,9	34,3	-30,7
Totalresultat for perioden	1 706	1 770	1 851	2 352	2 482	2 124	2 380
Minoritetenes andel av totalr	28	29	26	16	20	43	35
Majoritetenes andel av totalr	1678	1742	1826	2336	2462	2081	2345

Figur 22 Resultatregnskap

6.3.2 Presentasjon av balansen 2012-2018

Balanse 31.12 - konsern

EIENDELER

Anleggsmidler

Goodwill og andre immaterie	4 885	4 813	4 760	4 905	4 895	4 832	4 873
Utsatt skattefordel	339	333	371	267	325	341	376
Varige driftsmidler	10 604	11 490	12 387	13 932	15 157	15 405	16 249
Investerings eiendom	1 186	1 179	1 369	655	621	698	623
Investeringer i tilknyttede sel	1 947	2 556	2 600	2 966	2 851	3 042	3 436
Investeringer i aksjer og ande	9	65	161	92			
Andre langsiktige fordringer	315	725	963	1 319	1 097	776	1 105
Andre finansielle eiendeler	-	8	6	-	93	98	97
Sum anleggsmidler	19 286	21 169	22 616	24 136	25 039	25 191	26 759

Omløpsmidler

Varebeholdning	4 414	4 766	5 191	5 682	6 099	6 249	5 896
Kundefordringer og andre ko	3 864	4 567	5 245	4 715	4 530	5 125	4 718
Andre finansielle eiendeler	7	9	64	66	7	23	21
Bankinnskudd og kontanter	534	403	400	505	707	1 090	1 778

Sum omløpsmidler **8 819** **9 745** **10 899** **10 968** **11 343** **12 487** **12 412**

SUM EIENDELER **28 105** **30 914** **33 515** **35 104** **36 382** **37 678** **39 171**

EGENKAPITAL OG GJELD

Egenkapital

Innskutt egenkapital	1 438	1 823	1 826	1 826	1 826	1 825	1 825
Opptjent egenkapital	8 556	9 398	10 937	12 749	14 650	16 049	17 758
Minoritetsinteresser	226	235	244	245	252	260	260

Sum egenkapital **10 220** **11 455** **13 007** **14 820** **16 728** **18 135** **19 843**

Langsiktig gjeld

Utsatt skatt	827	876	948	808	903	905	921
Pensjonsforpliktelser	353	381	431	438	481	521	560
Langsiktig gjeld	4 344	4 929	5 622	6 206	6 025	4 661	4 333
Andre finansielle forpliktelser	139	100	206	184	111	89	44
Sum langsiktig gjeld	5 663	6 285	7 207	7 637	7 520	6 177	5 859

Kortsiktig gjeld

Leverandørgjeld	3 678	4 338	5 162	4 671	5 543	6 095	5 438
Annen kortsiktig gjeld	7 985	8 279	7 485	7 184	5 887	6 568	7 385
Betalbar skatt	555	546	590	677	683	704	647
Andre finansielle forpliktelser	4	10	64	116	20	-	
Sum kortsiktig gjeld	12 222	13 174	13 300	12 647	12 134	13 367	13 470

Sum gjeld **17 885** **19 459** **20 508** **20 284** **19 654** **19 543** **19 329**

SUM EGENKAPITAL OG GJELD **28 105** **30 914** **33 515** **35 104** **36 382** **37 678** **39 171**

Figur 23 Balanse

6.4 Omgruppering

Omgrupperingen skal gjøre at en får regnskapstall til å bli mer investororienterte. Dagens tall som er ført etter IFRS er mer kreditororienterte og har et høyere fokus på risiko. Den investororienterte tilnærmingen vil gi et bedre bilde på virksomhetens drift. Vi vil derfor omgruppere ved å skille ut poster som er knyttet til drift (operasjonelle poster) og finansielle poster. Vi følger Knivsfå (2019b; 2019c) sin mal for gjennomføringen av omgrupperingen av både resultatregnskapet og balansen.

6.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Omgruppering av resultatregnskapet kan deles inn i fire steg (Knivsfå, 2019b). Det første steget innebærer å identifisere det fullstendige nettoresultatet, hvilket inkluderer å finne *annet fullstendig resultat* og *dirty surplus*. Neste steg er å fordele det fullstendige resultatet på driftsrelaterte og finansielle poster. Deretter må vi identifisere driftsrelaterte og finansielle poster som er normal og unormal. Før vi til slutt fordeler skattekostnader på normale og unormale driftsrelaterte -og finansielle poster.

<i>Omgruppering av resultatregnskapet</i>
Steg 1: Identifisere fullstendig nettoresultat
Steg2: Fordele fullstendig nettoresultat
Steg 3: Identifisere normale og unormale poster
Steg 4: Fordele skattekostnaden på alle resultat

Figur 24 Omgruppering av resultatregnskapet

Steg 1: Identifisere fullstendig nettoresultat

Fullstendig nettoresultat (FNR) er gitt ved følgende formel:

$$FNR = \text{rapportert årsresultat (RES)} + \text{annet fullstendig resultat (AFR)} + \text{dirty surplus (DSP)}$$

Ved rapportering etter IFRS er det valgfrihet om en vil ha en samlet oppstilling over *årsresultat* og *annet fullstendig resultat* eller to separate oppstillinger. NorgesGruppen har to separate oppstillinger, og både *årsresultat* og *annet fullstendig resultat* kan utledes direkte

fra regnskapet. *Rapportert årsresultat* er bunnlinjen i regnskapet, altså opptjent netto resultat som virksomheten har oppnådd i løpet av året. *Annet fullstendig resultat* er poster som vises i regnskapet etter rapportert årsresultat. Det siste leddet er *dirty surplus*, hvilket er poster som er ført direkte mot egenkapitalen i balanseoppstillingen. I prinsippet skal *dirty surplus* være null når man rapporterer etter IFRS. Egenkapitalen skal i prinsipp kun endres av to forhold, opptjening av egenkapital gjennom nettoresultat og kapitalendringer. *Dirty surplus* kan være brudd på kongruensprinsippet som sier at alle inntekter og kostnader skal regnskapsføres. Vi finner ingen poster i regnskapet til NorgesGruppen som kan klassifiseres som *dirty surplus*.

Grunnet oppstillingen av NorgesGruppen sitt konsernregnskapet kan vi kan utlede *annet fullstendig resultat* direkte fra regnskapet. I regnskapet består *annet fullstendig resultat* av postene spesifisert under årsresultatet, hvilket inkluderer *aktuarmessig gevinster og tap på pensjonsordninger, andre utvidede resultatposter, sikring, omregningsdifferanser valuta, egenkapitaleffekt fra tilknyttede selskaper og skatt*. Det fullstendige nettoresultatet blir som vist i tabellen under.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Årsresultat	1654	1793	1930	2361	2465	2090	2410
Annet fullstendig resultat	53	-23	-79	-9	17	34	-31
Rapportert totalresultat	1706	1770	1851	2352	2482	2124	2380
Dirty surplus	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat	1706	1770	1851	2352	2482	2124	2380

Tabell 9 Fullstendig nettoresultat

I tabellen under har vi vist endringen i egenkapital for analyseperioden. Tabellen viser sammenhengen mellom resultatelementene og netto utbetalt utbytte/kapitalforhøyelse, og hvordan det påvirker egenkapitalen for årene.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapital 1.1	9 505	10 220	11 455	13 007	14 820	16 728	18 135
Årsresultat	1 706	1 770	1 851	2 352	2 482	2 124	2 380
Dirty surplus	-	-	-	-	-	-	-
Kapitalforhøyelse/ netto utbetalt utbytte	-991	-535	-299	-540	-573	-718	-718
Egenkapital 31.12	10 220	11 455	13 007	14 820	16 728	18 135	19 796
Endring i egenkapital	715	1 236	1 552	1 812	1 909	1 406	1 662

Tabell 10 Endring i egenkapital 2012-2018

Steg 2: Fordele fullstendig nettoresultat

Steg 2 er knyttet til fordeling av det fullstendige nettoresultatet, slik at “kapitalene” i balansen får sitt resultat. Den første oppgaven er altså å skille mellom driftsrelaterte og finansielle poster i resultatregnskapet. Grensen mellom driftsrelaterte og finansielle poster avhenge av selskapets daglige drift. For NorgesGruppen regner vi driftsrelaterte poster som poster knyttet til detaljvirksomhet, inkludert engros og produksjonsvirksomhet. Videre må postene klassifiseres som anleggsmidler eller omløpsmidler på eiendelssiden. Eller som egenkapital fra egen drift eller minoritet, eller som kortsiktig eller langsiktig gjeld. Det er svært viktig at det er samsvar mellom drift- og finanspostene i resultatregnskapet og i balansen. Dersom vi klassifiserer en eiendel som drift i balansen, må tilhørende inntekter og kostnader i resultatregnskapet klassifiseres som drift. Det samme gjelder for egenkapitalen og gjelden. Vedrørende klassifiseringen av gjelden avhenger den i stor grad om den er rentebærende eller ikke. Driftsrelatert gjeld er ofte er rentefri, derfor klassifiseres rentefri gjeld generelt som driftsrelatert.

Postene i resultatregnskapet er klassifisert som drift eller finansielle poster. Vi har gjort noen endringer, spesielt i poster som klassifiseres som både drifts og finansielle poster. Vi har følgelig valgt å splitte noen poster. Vi klassifiserer 80% av *leieinntektene* som driftsrelatert ettersom leieinntekten er relatert til butikkdrift, de resterende 20% er leieinntekter fra investeringseiendom og klassifiseres dermed som finansiell. Begrunnelsen for denne splittingen er NorgesGruppen sin årsrapport som spesifiserer hvor mye av leieinntektene som genereres av investeringseiendommene. *Inntekt på investering i tilknyttede selskaper* velger vi å klassifiseres som driftsrelatert. Majoriteten av resultatet fra tilknyttede selskaper

er fra Bama AS og Mahia17 ApS. Bama AS er leverandør av frukt og grønnsaker, mens Mahia 17 ApS eier flere dagligvarebutikker i Danmark. Vi anser disse selskapene som tett knyttet til driften

Diskontinuerlig virksomhet

Dersom virksomheten har investeringer i tilknyttede selskaper eller egne selskaper som skal avvikles eller selges, bør det klassifiseres under finansresultatet og de finansielle eiendelene i balansen. NorgesGruppen sitt tilknyttede selskap Mahia 17 ApS har solgt/avviklet sine Kiwi butikker i Danmark. NorgesGruppen eier 48,9% av MAHIA 17 ApS og av deres 533 butikker er 103 butikker solgt, og 25 åpnet igjen. Avviklingen gjaldt kun Kiwi butikkene, og nedleggelsen påvirker ikke den resterende virksomheten til Mahia 17 ApS. Vi velger derfor å ikke regne avviklingen av Kiwi Danmark som diskontinuerlig virksomhet.

Annet fullstendig resultat

Annet fullstendig resultat (*AFR*) kan bestå av både finansielle og operasjonelle poster. Vi anser *aktuarmessige gevinster og tap på pensjonsordninger, skatt, sikring, omregningsdifferanser valuta, egenkapitaleffekt fra tilknyttede selskaper og andre utvidede resultatposter* som driftsrelaterte poster. Hvorvidt *sikring* burde vært klassifisert som en finansiell post kan diskuteres. Vi har vektlagt av NorgesGruppen selv informerer om at de ikke bruker finansielle instrumenter for spekulasjonsformål. Sikrings-posten består i hovedsak av kontantstrømsikring, sikring av nettoinvestering i utenlandske foretak, virkelig verdi-sikring og operasjonelle sikringsforhold. Hovedformålet med disse postene er sikring av rente og konsernets valutaeksponering, hvilket i stor grad er knyttet til innkjøp av varer fra utenlandske aktører. Ettersom NorgesGruppen ikke har spesifisert hvor stor andel som tilhører valutasikring, har vi kategorisert posten i sin helhet som driftsrelatert.

<i>Driftsposter</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>
Driftsinntekter	62 003	67 310	71 297	76 129	80 069	85 539	87 721
Driftskostnader	-59 883	-65 122	-68 712	-73 342	-77 142	-82 510	-84 973
Driftsresultat egen virksomhet	2 119	2 188	2 585	2 787	2 927	3 029	2 749
Resultat fra driftstilknyttet virksomhet	372	362	266	289	245	-69	300
Driftsrelatert AFR	53	-23	-79	-9	17	34	-31

Fullstendig driftsresultat før skatt	2 544	2 527	2 771	3 067	3 189	2 994	3 018
---	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Tabell 11 Driftsposter

<i>Finansposter</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>
Finansinntekt	180	235	207	239	278	212	213
Finanskostnad	-404	-380	-441	-314	-285	-394	-205
Fullstendig finansresultat før skatt	-223	-144	-234	-75	-7	-182	8

Tabell 12 Finansposter

Steg 3: Normale og unormale poster

Neste steg er å skille mellom hvilke poster som klassifiseres som normal og unormal. I følge Kaldestad og Møller (2016, s. 64) kan en post regnes som unormal dersom den ikke gjentar seg. Engangseffekter, konjunktursvingninger eller andre former for syklikalitet regnes som unormale. Det er viktig å skille mellom tilfeldige poster og poster som vil gjenta seg i fremtiden (normale poster). Når en skal finne normale og unormale poster starter ofte med å se på hva som er underliggende inntjening i dag. Et utgangspunkt er rapporterte tall, for så å justere for engangsposter og forhold i regnskapet som ikke vil gjenta seg, altså forhold som ikke viser hva som er underliggende inntjening i virksomheten (Kaldestad & Møller, 2016, s.61). Likevel vil engangsposter kunne være avhengig av tidsperspektivet, og det kan derfor være gunstig å ha igjen noen unormale poster i et normalisert resultat. Ved å korrigere for absolutt alle engangseffekter vil mest sannsynlig resultatet være for godt både historisk og fremtidig og ikke gi et godt bilde på hva som er normalt (Kaldestad & Møller, 2016, s.66). For å unngå at det er insentiver til å kategorisere en større andel som unormale poster for å øke driftsresultatet i virksomheten, kan det være hensiktsmessig å se bort fra virksomhetens egne vurderinger av hva som er normale og unormale poster når en skal vurdere dette (Kaldestad & Møller, 2016).

Det er viktig at de unormale postene ikke utelukkende er negativ, da dette vil gi et uriktig bilde av underliggende inntekter og kostnader. Historisk har både de unormale driftspostene og de unormale finanspostene en tendens til å være negativ. Med unntak av 2017 er derimot de unormale postene relativt små. Og vi anser derfor klassifiseringen som kurant i forhold til tilgjengelig informasjon.

Normale og unormale driftsposter

Dagligvarebransjen er en relativt stabil bransje, og det har ikke vært store endringer i regnskapstallene i analyseperioden. *Salgsinntektene* har gjennom hele analyseperioden vært stabilt økende. Det samme gjelder postene *varekostnad*, *lønnkostnader* og *andre driftskostnader*, poster som i stor grad varierer med volum. *Inntekt på investering i tilknyttede selskaper* er også en stabil post, NorgesGruppen inkluderer deres andel av resultatet i konsernets driftsresultat. Det er få store endringer i tilknyttede selskaper og posten anses som normal, med unntak av 2017. I 2017 ble *inntekt på investering i tilknyttede selskaper* for første gang negativ. Dette kommer blant annet av at den danske kiwi- kjeden ble avvirket. Vi anser deler av dette som en engangspost da det er spesifisert i årsregnskapet at de strukturelle endringene ble gjort for å sikre fremtidig lønnsomhet. Enkeltbutikker blir jevnlig åpnet og nedlagt, men nedleggelse av hele kjeder anser vi som mer sjeldent.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gj.sn. 2012-2016
Inntekt på investering i tilknyttede selskaper	372	362	266	289	245	-69	
<i>Hvorav Mahia 17</i>		-234 ⁶	-133	-126	-170	-484	-165
Normal	372	362	266	289	245	249	
Unormal						-318	

Tabell 13 Inntekt på investering i tilknyttede selskaper

Ettersom resultatet for 2017 anses å være unormalt lavt har vi regnet gjennomsnittlig resultat for Mahia 17 ApS, og brukt det som utgangspunkt for 2017. Gjennomsnittet viser et negativt resultat på 165 millioner, hvilket er 318 millioner høyere enn faktisk resultat. Vi anser derfor avvirket på 318 millioner som unormalt, hvilket gir et normalisert resultat for tilknyttede selskaper på 249 millioner i 2017.

I 2017 oppstod det en brann på ASKO lageret i Vestby, som førte til en nedskrivning av driftsmidlene på 48,8 MNOK. Enkelthendelser som denne kan føre til unormale av - og

⁶ NorgesGruppen kjøpte seg inn i Mahia 17 31.oktober 2013, resultatet for 2013 er beregnet ved å multiplisere resultatet for 31.10.13-31.12.13 kr. -38 924 med 6 mnd.

nedskrivninger (Knivsflå, 2019b, p. 45). Og vi har derfor valgt å klassifisere 48,8 MNOK som unormalt, men forventer at NorgesGruppen vil få utbetalt en forsikringssum på tilsvarende beløp for neste regnskapsperiode. Posten av – og nedskrivninger har ellers vært relativt stabil kostnadspost, og er klassifisert som en normal post.

Vi anser alle postene under *utvidet resultat* som unormale. *Gevinster og tap på pensjonsordninger* og *omregningsdifferanser valuta* er poster som har variert noe over tid. Variasjonen er knyttet til eksterne forhold, og det er vanskelig å predikere hvordan et normal-år vil være.

<i>Normale driftsposter</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>
Salgsinntekter	59 409	64 592	68 508	72 746	76 868	82 308	84 650
Andre driftsinntekter	2 271	2 373	2 411	3 006	2 825	2 860	2 706
Leieinntekter	323	345	378	377	375	371	365
Driftsinntekter	62 003	67 310	71 297	76 129	80 069	85 539	87 721
Varekostnad	-45 456	-49 610	-52 636	-56 163	-58 596	-63 299	-65 149
Lønnskostnad	-7 268	-8 110	-8 363	-8 885	-9 855	-10 049	-10 301
Andre driftskostnader	-5 464	-5 777	-6 035	-6 448	-6 866	-7 045	-7 372
Av- og nedskrivninger	-1 696	-1 625	-1 678	-1 847	-1 825	-2 068	-2 103
Driftskostnader	-59 883	-65 122	-68 712	-73 342	-77 142	-82 461	-84 924
Driftsresultat egen virksomhet	2 119	2 188	2 585	2 787	2 927	3 078	2 798
Resultat tilknyttede selskaper	372	362	266	289	245	249	249
Normalt driftsresultat før skatt	2 491	2 549	2 850	3 076	3 172	3 327	3 047

Tabell 14 Normale driftsposter

<i>Unormale driftsposter</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>
Resultat tilknyttede selskaper						-318	
Av og nedskrivninger						-49	
Annet fullstendig nettoresultat	53	-23	-79	-9	17	34	-31
Unormalt driftsresultat før skatt	53	-23	-79	-9	17	-333	-31

Tabell 15 Unormale driftsposter

Normale og unormale finansposter

Vedrørende finanspostene anser vi renteinntekter og rentekostnader som normale poster. Dette er poster som kan variere noe grunnet rentesats, men posten vil alltid utgjøre en del av regnskapet. *Leieinntektene* på investeringseiendom anses også som normal, da inntektene har vært stabil over tid og varierer med antall investeringseiendommer. *Andre finansinntekter* og *finanskostnader* anses som unormale, da vi ikke har tilstrekkelig noteinformasjon om hva postene består av.

<i>Normale finansposter</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>
Finansinntekt	114	117	119	166	162	147	143
Finanskostnad	-303	-293	-251	-236	-205	-180	-141
Normalt finansresultat	-190	-176	-131	-69	-43	-32	2

Tabell 16 Normale finansposter

<i>Unormale finansposter</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>
Finansinntekt	66	119	87	73	116	65	70
Finanskostnad	-100	-87	-190	-78	-80	-214	-64
Unormalt finansresultat	-34	32	-103	-5	36	-149	6

Tabell 17 Unormale finansposter

Steg 4: Fordele skattekostnaden på alle resultatene

Neste steg i omgrupperingen av resultatregnskapet er å fordele skattekostnaden. Vi har gjort endringer i regnskapet under de foregående stegene, og følgelig må vi korrigere for endringene skattemessig. Rapportert skattekostnad skal fordeles i normal og unormal, mellom drift og finansresultat. Grunnen til dette er at driftspostene og finanspostene skal belastes med hver sin skatteandel. I Norge har selskapsskatten vært utsatt for flere endringer de siste årene. Fra 1993 til 2013 var satsen stabil på 28%, den har så blitt endret flere ganger og er i 2018 23%.

	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>Gj.sn</i>
Selskapsskatt	0,28	0,28	0,27	0,27	0,25	0,24	0,23	0,26

Tabell 18 Selskapsskatt 2012-2018

Normale finansposter

Vi begynner med å fordele skattesatsen på de normale finanspostene. *Normale finansinntekter* består i hovedsak av renteinntekter. Den kan også inneholde poster som ikke skattlegges, som utbytte og aksjegevinst, hvilket reduserer den effektive skattesatsen. Vi benytter derfor finansinntektsskatten (*fiss*) på denne posten. Hvilket anbefales av Knivsfå (2019b) når effektiv finansinntektsskattesats ikke kan beregnes nøyaktig. For 2018 vil dette bety en finansinntektsskatt på 15,3% ($\frac{2}{3}$ av 23%). *Normale finanskostnader* kan anses som en ”skatteinntekt” og vil typisk gi NorgesGruppen skattefradrag i året de betales. Vi anvender selskapsskattesatsen (*sss*) på normale finanskostnader.

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Selskapsskatt	sss	0,28	0,28	0,27	0,27	0,25	0,24	0,23
Finansinntektsskatt	fiss	0,187	0,187	0,180	0,180	0,167	0,160	0,153

Tabell 19 Finansinntektsskatt 2012-2018

I tabell 20 vises beregnet skatt på de normale finansinntektene og finanskostnadene.

<i>Normale finansielle poster</i>	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Finansinntekter	114	117	119	166	162	147	143
Finansinntektsskatt	21	22	22	30	27	24	22
Netto finansinntekt	93	95	98	137	135	124	121
Finanskostnader	-303	-293	-251	-236	-205	-180	-141
Finanskostnadsskatt	-85	-82	-68	-64	-51	-43	-32
Netto finanskostnad	-218	-211	-183	-172	-154	-137	-109

Tabell 20 Skatt på normale finansposter

Unormale finansposter

Som nevnt i avsnittet over inneholder finanspostene poster som vil redusere den effektive skattesatsen. Dette gjelder også for det unormale finansielle resultatet. Vi anvender derfor

tommelfingerregelen over, og benytter *fiss* som skattesats på det unormale finansielle resultatet.

<i>Unormale finansielle poster</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>
Finansinntekter	66	119	87	73	116	65	70
Finanskostnader	-100	-87	-190	-78	-80	-214	-64
Unormalt finansielt resultat	-34	32	-103	-5	36	-149	6
Skatt på unormalt finansielt resultat	-6	6	-19	-1	6	-24	1
Netto unormalt finansielt resultat	-28	26	-84	-4	30	-125	5

Tabell 21 Skatt på unormalt finansielt resultat

Normale driftsposter

For å beregne driftsskattesatsen tar vi utgangspunkt i Knivslå (2019b, p. 70) sin formel:

$$dss = \frac{NSK - fiss \cdot (FI + UFR) + fkss \cdot FK}{DR + UDR}$$

Hvor:

NSK – rapportert skattekostnad – unormal skattekostnad

FI – Normale finansinntekter

UFR – Unormalt finansresultat (*UFI-UFK*)

FK – Normale finanskostnader

DR – Driftsresultat (*DI-DK*)

UDR – Unormalt driftsresultat (*UDI-UDK*)

		<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>
Selskapsskatt	sss	0,28	0,28	0,27	0,27	0,25	0,24	0,23
Finansinntektsskatt	fiss	0,187	0,187	0,180	0,180	0,167	0,160	0,153
Driftsskattesats	dss	0,323	0,305	0,290	0,242	0,245	0,242	0,235
Driftsskattesats gjennomsnitt		0,269	0,269	0,269	0,269	0,269	0,269	0,269
Driftsskattesats median	ndss	0,235	0,242	0,242	0,245	0,290	0,305	0,323
Unormal driftsskattesats	dss-ndss	0,078	0,059	0,045	-0,003	0,000	-0,004	-0,011

Tabell 22 Skattesatser for analyseperioden

I tabell 22 vises beregnet driftsskattesats for årene 2012 til 2018. For å finne den normaliserte driftsskattesatsen (*ndss*) beregner vi gjennomsnitt og median for

driftsskattesatsen. Gjennomsnittet ser vi er 26,9% og medianen er 24,5%. Vi har valgt å benytte medianen da den avviker minst fra gjennomsnittlig selskapsskatt for analyseperioden. *Ndss* for analyseperioden er følgelig 24,5%.

Det normale driftsresultatet beskattes med en skattesats lik den normaliserte driftsskattesatsen. Resultatet fra tilknyttede selskaper er oppgitt etter skatt.

<i>Normale driftsposter</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>
Driftsinntekter	62 003	67 310	71 297	76 129	80 069	85 539	87 721
Driftskostnader	-59 883	-65 122	-68 712	-73 342	-77 142	-82 461	-84 924
Driftsresultat	2 119	2 188	2 585	2 787	2 927	3 078	2 798
Skatt på normalt driftsresultat	520	536	634	683	718	755	686
Netto driftsresultat egen virksomhet	1 600	1 651	1 951	2 104	2 209	2 323	2 112
Resultat tilknyttet virksomhet	372	362	266	289	245	249	249
Netto normalt driftsresultat	1 972	2 013	2 217	2 392	2 454	2 572	2 361

Tabell 23 Skatt normale driftsposter

Unormale driftsposter

Unormale driftsposter inkluderer *annet fullstendig resultat*. I notene til NorgesGruppen sitt regnskap finner vi total skatt for det utvidede resultatet. Postene *akturamessige gevinster og tap på pensjonsordninger, andre utvidede resultatposter og sikring* er de eneste postene som blir skattlagt. Dette kan skyldes at blant annet *omregningsdifferanser valuta* ikke er skattepliktig da det ikke regnes som valutagevinst - eller tap. Vi har valgt å spesifisere disse postene etter skatt da ikke alle postene blir skattlagt. Skatten på det utvidede resultatet er derfor ikke med i beregningen av skattekostnaden for unormale driftsposter.

Som nevnt tidligere er *resultat tilknyttede selskaper* oppgitt etter skatt, slik at skattekostnaden ikke vil påvirkes av det unormale resultatet for 2017. Derimot vil unormale *av – og nedskrivninger*, som inngår i unormale driftskostnader for 2017, skatlegges med driftsskattesatsen.

<i>Unormale driftsposter</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>
Driftsinntekter							
Driftskostnader						-49	
Unormalt resultat tilknyttet virksomhet						-318	
Unormalt AFR	53	-23	-79	-9	17	34	-31
Unormalt driftsresultat	53	-23	-79	-9	17	-333	-31
Skatt på unormalt driftsresultat	-	-	-	-	-	-12	
Unormal driftsskatt på normalt resultat	165	130	117	-9	-	-11	-30
Unormalt netto driftsresultat	-112	-152	-196	0	17	-310	-1

Tabell 24 Skatt unormale driftsposter

Total skattekostnad

Tabellen viser en oversikt over alle skattepostene og sammenligning med skattekostnaden som er oppgitt i resultatregnskapet.

	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>
Normalisert driftsskatt	520	536	634	683	718	755	686
Skatt på finansinntekt	21	22	22	30	27	24	22
Skatt på finanskostnad	-85	-82	-68	-64	-51	-43	-32
Skatt på unormalt driftsresultat	-	-	-	-	-	-12	-
Unormal skatt på normal drift	165	130	117	-9	-	-11	-30
Skatt på unormalt finansresultat	-6	6	-19	-1	6	-24	1
Total skattekostnad	614	612	686	640	699	688	647
Oppgitt skatt i resultatregnskap	-614	-612	-686	-640	-699	-688	-647
Avvik	-	-	-	-	-	-	-

Tabell 25 Total skattekostnad 2012-2018

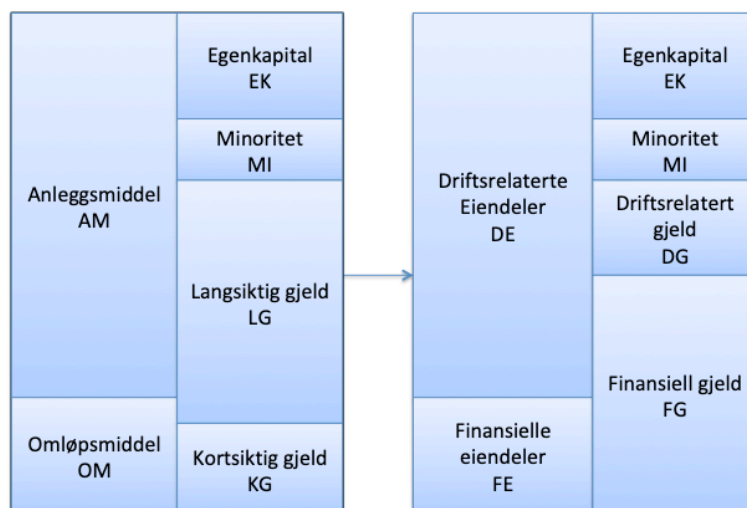
6.4.2 Omgruppering av balansen

Omgrupperingen av balansen gjøres, i likhet med omgrupperingen av resultatregnskapet, i fire steg. Det første steget er å gjøre om avsatt utbytte til egenkapital. Videre må vi skille

mellom poster som klassifiseres som driftsrelatert eller finansielle. Her er det viktig at det er samsvar mellom klassifiseringen i resultatregnskapet og balansen. Deretter gjøres totalkapitalen om til sysselsatt kapital, for så å gjøre dette om til netto driftskapital i steg 4.

<i>Omgruppering av balansen</i>
Steg 1: Gjøre om eventuelt avsatt utbytte til egenkapital
Steg 2: Klargjøre hva som er knyttet til drift og finans
Steg 3: Gjøre om totalkapital til sysselsatt kapital
Steg 4: Gjøre om sysselsatt kapital til netto driftskapital

Figur 25 Omgruppering balanse



Figur 26 Omgruppering balanse

Steg 1: Gjøre om eventuelt avsatt utbytte til egenkapital

Det første steget er som nevnt å gjøre om eventuelt avsatt utbytte til egenkapital. Ettersom NorgesGruppen rapporterer etter IFRS er dette ikke nødvendig. Det blir ikke avsatt for utbytte og en omklassifisering er dermed ikke nødvendig. Vi går derfor direkte videre til neste steg som er å skille ut poster som er knyttet til driften og poster som er knyttet til det finansielle.

Steg 2: Klargjøre hva som er knyttet til drift og finans i totalbalansen

I likhet med regnskapet omgrupperer vi også balansen fra kreditororientert til investororientert. For å gjøre dette skiller vi mellom finansielle og driftsrelaterte poster i

balansen, da en investor vil være mer opptatt av avkastningen på driften. Driftsrelaterte eiendeler er eiendeler som inngår i selskapets daglige drift og som er en del av virksomhetsverdien (Kaldestad & Møller, 2016). Finansielle eiendeler er driftsfremmede eiendeler, som forrentes utenfor driftsresultatet (Kaldestad & Møller, 2016). Vi skiller også mellom driftsrelatert og finansiell gjeld. Driftsrelatert gjeld oppstår naturlig og er typisk knyttet til varekjøp og den daglige driften. Finansiell gjeld derimot er rentebærende gjeld tatt opp i finansmarkedet. Drifts -og finanspostene kan være vanskelig å skille fordi de inneholder elementer som passer i begge kategoriene. Manglende noteinformasjon kan gjøre klassifiseringen vanskelig. Vi har gjort følgende vurderinger med hensyn til omklassifiseringen av balansen.

Eiendeler

Anleggsmidler

Goodwill og andre immaterielle eiendeler klassifiseres som driftsrelatert da goodwill i hovedsak stammer fra detalj - og engrosvirksomhet. *Utsatt skattefordel* anses som driftsrelatert. *Varige driftsmidler*, er knyttet til tomter og bygninger, driftsløsøre og inventar. Det anses derfor som driftsrelatert, spesielt siden hovedfokuset til NorgesGruppen Eiendom er å fremskaffe gode lokasjoner for butikkdrift. *Investerings eiendom* klassifiseres derimot som finansiell eiendom, da dette er rene investeringseiendommer, uten butikkdrift. NorgesGruppen definerer investeringseiendom som ”en eiendom som ikke benyttes av konsernet, men som eies for å oppnå leieinntekter og/eller verdistigning” (NorgesGruppen, 2019a, p. 25). *Investeringer i tilknyttede selskaper* er i følge regnskapsnote 10 eierandeler i Bama gruppen AS og Mahia ApS, Pisiffik A/S og Eurocash Food AB (NorgesGruppen, 2019a). Dette er i hovedsak knyttet til butikkdrift og anses som en driftsrelatert eiendel. *Andre langsiktige fordringer*, består av lån til tilknyttede selskaper, langsiktige kundelån og andre langsiktige fordringer. Dette regnes som en finansiell post da majoriteten av fordringene er rentebærende. *Andre finansielle eiendeler* er finansielle poster knyttet til investeringer i aksjer og andeler.

Omløpsmidler

Varebeholdning er direkte relatert til butikkdriften, *kundefordringer og andre kortsiktige fordringer* er primært ikke rentebærende og anses derfor også som driftsrelatert. *Andre finansielle eiendeler* er primært sikringsinstrumenter og klassifiseres som drift, som diskutert

under avsnitt 6.4.2. *Bankinnskudd og kontanter* er ofte en blanding av arbeidskapital og finansielle midler. I den daglige driften vil selskapet måtte gjøre opp sine leverandørforpliktelser som en del av driften, hvilket gjør at driftslikviditeten bør klassifiseres som drift. På den annen side vil overskuddslikviditet anses som en finansiell eiendel. Grunnet manglende informasjon rundt nøyaktig hvor mye av innskuddet som er driftsrelatert, antar vi at beløpet i sin helhet er knyttet til driften.

Egenkapital og gjeld

Vi har valg å inkludere *minoritetsinteressen* i den totale egenkapitalen til konsernet, slik Knivsflå (2019c) foreslår når minoritetsinteressen er svært liten. Minoritetsinteressen utgjør 1,4% av total egenkapital. Vi ser derfor vekk fra Kaldestad og Møller (2016) sin anbefaling om å inkludere den i finansiell gjeld. Videre skiller vi mellom rentebærende og rentefri gjeld. Generelt er gjeld tatt opp i bank eller i finansmarkeder rentebærende og klassifiseres som finansiell gjeld. Rentefri gjeld klassifiseres typisk som driftsrelatert, hvor rentekostnaden da er indirekte ”bakt inn” i vareprisen eller prisen på tjenesten (Knivsflå, 2019c, pp. 24-26). Videre i oppgaven vil rentebærende gjeld generelt klassifiseres som finansiell, mens rentefri gjeld er knyttet til drift.

Langsiktig gjeld

Utsatt skatt er ikke rentebærende og kategoriseres derfor som langsiktig driftsrelatert gjeld. *Pensjonsforpliktelser* er knyttet til de ansatte og dermed driftsrelatert. Tilnærmet all *Langsiktig gjeld* er rentebærende og posten blir klassifisert som finansiell. *Andre finansielle forpliktelser* er knyttet til sikringsinstrumenter og som nevnt tidligere har vi klassifisert det som drift.

Kortsiktig gjeld

Leverandørgjeld, er en del av driftssyklusen, den er ikke rentebærende og blir sett på som kortsiktig driftsrelatert gjeld. *Annen kortsiktig gjeld*, inkluderer en rekke ulike poster, blant annet feriepenger, skattetrekk og Trumf - bonus. Fra note 14 i årsregnskapet ser vi at omtrent 20% av annen kortsiktig gjeld er rentebærende, vi anser det som finansiell gjeld (NorgesGruppen, 2019a). Resterende 80% anses som driftsrelatert, da det ikke er rentebærende. *Betalbar skatt* er kortsiktig driftsrelatert gjeld. Det er ikke spesifisert i notene

hvilke poster *andre finansielle forpliktelser* er knyttet til, vi antar at posten i sin helhet er finansiell.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsrelaterte AM	17 775	19 192	20 118	22 070	23 228	23 619	24 934
Driftsrelaterte OM	8 819	9 745	10 899	10 968	11 343	12 487	12 412
Driftsrelaterte EI	26 594	28 937	31 017	33 038	34 571	36 106	37 347
Finansielle AM	1 511	1 977	2 498	2 066	1 811	1 572	1 825
Finansielle OM	0	0	0	0	0	0	1
Finansielle EI	1 511	1 977	2 498	2 066	1 811	1 572	1 826
Sum EI	28 105	30 914	33 515	35 104	36 382	37 678	39 172
Egenkapital konsern	10 220	11 455	13 007	14 820	16 728	18 135	19 843
Langsiktig driftsrelatert GJ	1 319	1 356	1 585	1 430	1 495	1 516	1 526
Kortsiktig driftsrelatert GJ	10 621	11 508	11 740	11 095	10 936	12 053	11 993
Driftsrelatert GJ	11 940	12 864	13 325	12 526	12 431	13 569	13 519
Langsiktig finansiell GJ	4 344	4 929	5 622	6 206	6 025	4 661	4 333
Kortsiktig finansiell GJ	1 600	1 666	1 561	1 552	1 197	1 314	1 477
Finansiell GJ	5 945	6 595	7 183	7 759	7 223	5 974	5 810
Sum EK og GJ	28 105	30 914	33 515	35 104	36 382	37 678	39 172

Tabell 26 Omgruppering balanse

Steg 3: Gjøre totalkapital til sysselsatt kapital

Neste steg er å finne sysselsatt kapital. Sysselsatt kapital består av egenkapital og rentebærende gjeld, kapital som er sysselsatt av eiere og finansielle långivere. For å identifisere sysselsatt kapital omgrupperer vi balansen slik at den driftsrelaterte gjelden ikke er en del av kapitalsiden, men flyttes over til driftsrelaterte eiendeler. Vi gjør dette ved å lage en netto driftspost, altså driftseiendeler minus driftsrelatert gjeld. Driftsrelatert gjeld blir da trukket fra på begge sider av balansen. Det er tre måter å komme fram til sysselsatt kapital (SSK), som vist i formelen under:

$$1) SSK = EK + MI + FG$$

$$2) SSK = SSE = (DE - DG) + FE = NDE + FE$$

$$3) SSK = TK - DG = E - DG$$

Den første metoden er å summere egenkapital og kapital fra minoriteter (MI) og kreditorer (FG). Den andre metoden tar utgangspunkt i at sysselsatt kapital har samme verdi som sysselsatte eiendeler for å være i balanse. Ved å legge finansielle eiendeler til netto driftseiendeler finner man verdien av sysselsatte eiendeler. Det siste alternativet er å ta utgangspunkt i totalkapitalen, og trekke fra driftsrelatert gjeld på gjeldssiden.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Sum driftsrelaterte AM	17 775	19 192	20 118	22 070	23 228	23 619	24 934
Langsiktig driftsrelatert GJ	1 319	1 356	1 585	1 430	1 495	1 516	1 526
Netto driftsrelaterte AM	16 456	17 836	18 533	20 640	21 733	22 104	23 409
Driftsrelatert OM	8 819	9 745	10 899	10 968	11 343	12 487	12 412
Kortsiktig driftsrelatert GJ	10 621	11 508	11 740	11 095	10 936	12 053	11 993
Driftsrelatert arbeidskapital	-1 802	-1 763	-841	-127	407	434	419
Netto driftseiendeler	14 654	16 073	17 692	20 513	22 140	22 537	23 828
Finansielle eiendeler	1 511	1 977	2 498	2 066	1 811	1 572	1 826
Sysselsatte eiendeler	16 165	18 050	20 190	22 578	23 951	24 109	25 654
Egenkapital	10 220	11 455	13 007	14 820	16 728	18 135	19 843
Finansiell gjeld	5 945	6 595	7 183	7 759	7 223	5 974	5 810
Sysselsatt kapital	16 165	18 050	20 190	22 578	23 951	24 109	25 653

Tabell 27 Fra totalkapital til sysselsatt kapital

Steg 4: Sysselsatt kapital til netto driftskapital

I tillegg til omgrupperingen til sysselsatt kapital, må balansen omgrupperes til netto driftskapital (NDK). Netto driftskapital er kapital investert i den daglige driften, hvilket ikke inkluderer finansielle eiendeler. Vi ønsker å finne kapitalen som er investert i driften, og ikke finansielle eiendeler. De finansielle eiendelene ligger i konsernets balanse og gir sannsynligvis avkastning i form av renter, disse anses som ikke nødvendig for driften. For å finne netto driftskapital starter vi med å finne netto finansiell gjeld. Dette er finansiell gjeld fratrukket finansielle eiendeler. De finansielle eiendelene er som nevnt over eiendeler som

ikke inngår i den daglige driften og således verdier utover selskapets behov. Det er likvide midler som selskapet kan benytte til å betale ned finansiell gjeld. Resultatet er vist i tabellen nedenfor:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Finansiell gjeld	5 945	6 595	7 183	7 759	7 223	5 974	5 810
Finansielle eiendeler	1 511	1 977	2 498	2 066	1 811	1 572	1 826
Netto finansiell gjeld	4 434	4 618	4 685	5 693	5 411	4 403	3 984

Tabell 28 Finansiell gjeld

Vi ser at finansiell gjeld overstiger finansielle eiendeler. Den finansielle gjelden har vært relativt stabil, med en topp i perioden 2014 til 2016. Det samme gjelder de finansielle eiendelene. Dette henger trolig sammen med at NorgesGruppen ikke har fokus på aktiviteter som kan øke de finansielle eiendelene. Finansiell gjeld er de avhengig av for å drive virksomheten videre. Videre ønsker vi å beregne netto driftskapital. Det er tre metoder som kan benyttes til dette:

$$1) \text{NDK} = \text{EK}(\text{inkl. MI}) + \text{NFG}$$

$$2) \text{NDK} = \text{NDE} = \text{DE} - \text{DG}$$

$$3) \text{NDK} = \text{SSK} - \text{FE} = \text{SSE} - \text{FE}$$

Den første metoden summerer egenkapitalen, inkludert minoritetsinteresser, og netto finansiell gjeld. Den andre metoden bygger på at netto driftskapital skal være lik netto driftseiendeler. Mens den siste metoden tar utgangspunkt i sysselsatt kapital og trekker fra finansielle eiendeler. Resultatet er vist i tabell 29.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto driftsrelaterte AM	16 456	17 836	18 533	20 640	21 733	22 104	23 409
Driftsrelatert arbeidskapital	-1 802	-1 763	-841	-127	407	434	419
Netto driftseiendeler	14 654	16 073	17 692	20 513	22 140	22 537	23 828
Egenkapital	10 220	11 455	13 007	14 820	16 728	18 135	19 843
Netto finansiell gjeld	4 434	4 618	4 685	5 693	5 411	4 403	3 984
Netto driftskapital	14 654	16 073	17 692	20 513	22 140	22 537	23 828

6.5 Analyse av målefeil og justering

Regnskapet er en avbildning av økonomiske forhold i en virksomhet. Men rapporterte tall reflekterer ikke alltid underliggende lønnsomhet. Ved å justere for målefeil i regnskapstall vil en bedre kunne reflektere rundt underliggende økonomiske forhold og oppnå en bedre avbildning av den økonomiske situasjonen (Knivsflå, 2019o, p. 23). En målefeil vil oppstå når det er en forskjell mellom virkelige verdi og den regnskapsførte verdi. Dette avviket kan skyldes flere grunner. Ved rapportering etter IFRS- rammeverket, tillater IASB flere ulike verdsettelsesmetoder, dette kan føre til at verdsettelsen av ulike aktiva kan være forskjellig. Regnskapet kan være basert på flere regnskapsstandarder og regnskapsprinsipper. Også andre faktorer som at regnskapet er utsatt for skjønn og eventuell regnskapsmanipulasjon kan forårsake målefeil. Målefeil blir gjerne inndelt i tre typer.

6.5.1 Målefeil type 1

Type 1 målefeil er knyttet til forskjellen mellom egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkravet. Altså gir denne type målefeil en strategisk fordel for virksomheten. Målefeilen blir klassifisert som ”god” fordi det er et uttrykk for strategisk fordel (Knivsflå, 2019d, p. 21).

$$MF 1 = ekr^* - ekk$$

ekr^* - Egenkapitalrentabilitet med *god* måling.

ekk – Egenkapitalkravet

Det kan diskuteres hvorvidt målefeil 1 virkelig kan anses som en målefeil. Differansen mellom egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet er et mål på hvor god avkastning selskapet har. For en investor er avkastning på kapital en viktig faktor i vurderingen av selskapet. På grunn av dette kommer vi ikke til å justere for målefeil type 1.

6.5.2 Målefeil type 2

Målefeil av type 2 er knyttet til regnskapsregler. Det må være samsvar mellom målemetodene til IFRS og NGRS, spesielt med hensyn på periodisering og balanseføring (Knivsflå, 2019d, p. 72).

$$MF 2 = ekr_{GRS} - ekr^*$$

ekr_{GRS} - egenkapitalrentabilitet etter god regnskapsskikk

ekr^* - Egenkapitalrentabilitet med *god* måling.

IASB har publisert IFRS 16, en ny leasing standard som skal erstatte IAS 17 som NorgesGruppen følger i dag. Standarden er gjeldende fra 1. Januar 2019 og krever balanseføring av alle leiekontrakter både på eiendels- og gjeldssiden. Dette medfører at regnskapets samlede balanse vil øke og nøkkeltall vil endres (PwC, 2016). NorgesGruppen har betydelig omfang av husleieavtaler i tillegg til leiekontrakter knyttet til biler og produksjonsanlegg, disse er dag klassifisert som operasjonelle leieavtaler (NorgesGruppen, 2019). I resultatoppstillingen vil leiekostnader flyttes fra andre driftskostnader til avskrivninger og finanskostnader. EBITDA vil øke som følge av at leiekostnadene tas bort og blir erstattet av avskrivninger og rentekostnader. Driftsresultatet vil øke, mens resultat før skatt blir de første årene noe lavere enn hva det ville ha vært uten endringene som følge av IFRS 16. Dette kommer av at renteelementet på leieforpliktelsen er høy i starten av leieperioden. På sikt vil rentekostnadene falle i takt med at leieforpliktelsen reduseres (NorgesGruppen, 2019a).

NorgesGruppen forventer at balansen for 2019 vil øke med 18 milliarder. Nøkkeltallene vil følgelig påvirkes av den nye standarden. Gjeldsgraden vil øke som følge av at leieavtaler som før ble regnskapsført som operasjonelle nå skal balanseføres. Egenkapitalandelen forventes å reduseres som følge av at gjelden øker. Rentedeckningsgraden forventes å reduseres som følge av at finanskostnaden øker når leieavtalene klassifiseres som finansielle. Kontantstrømmen til drift vil øke ettersom leiebetalingene flyttes til kontantstrøm fra finansiering (PwC, 2016). På grunn av manglende noteinformasjon har vi valgt å ikke justere regnskapet i analyseperioden etter IFRS 16 og vi lar de operasjonelle leieavtalene forbli som i årsrapporten. Ettersom vi ønsker å finne verdien på egenkapitalen per 31.12.2018 vil vi i

fremtidsregnskapet heller ikke justere for IFRS 16. Vi velger å holde standarden utenfor slik at grunnlaget for fremtidsregnskapet er likt som det historiske regnskapet. Dette reduserer sjansen for målefeil av type 2.

6.5.3 Målefeil type 3

Målefeil av type 3 kommer av at virksomheten har utført en kreativ regnskapsføring for å manipulere regnskapet. Dette kan blant annet bli utført ved bruk av kreative og urealistiske estimater (Knivsflå, 2019d, p. 72).

$$MF\ 3 = ekr - ekr_{GRS}$$

ekr – rapportert egenkapitalrentabilitet

ekr_{GRS} - egenkapitalrentabilitet etter god regnskapsskikk

En måte å redusere målefeil er å justere for disse i regnskapet. Ved å justere tallene kan en oppnå et bedre bilde av hva som faktisk er underliggende økonomiske forhold. ”Earnings management” inngår i type 3 målefeil. Det oppstår dersom ledelsen bevisst bruker finansiell rapportering for å villedde interessenter om underliggende økonomiske forhold (Healy and Wahlen 1999, referert i Petersen, Plenborg og Kinserdal, 2017). Konsekvensen av kreativ regnskapsføring kan være støy i rentabilitetsmåling, og dermed i målt superrentabilitet og strategisk fordel (Knivsflå, 2019d, p. 75). Motivene for dette kan være enten å maksimere verdiene for eierne eller personlig vinning for ledelsen (Giroux 2004, referert i Petersen, Plenborg og Kinserdal, 2017). Revisor i Deloitte har revidert årsregnskapet for 2018, og gitt en ren revisjonsberetning uten modifikasjoner. Vi har likevel ingen garanti for at slike feil ikke finnes, men vi har ingen forutsetninger for å tro det. Feil av denne typen blir gjerne sent oppdaget og det er gjerne enten konkurs, oppkjøp eller endringer i ledelsen som gjør at det blir oppdaget.

7. Rammeverk for forholdstallsanalyse

I dette kapitlet skal vi utføre ulike forholdstallsanalyser. Vi tar utgangspunkt i det omgrupperte regnskapet og balansen. Forholdstallene vil sammenlignes ”bransjen” som er et likevektet gjennomsnitt av NorgesGruppen, Rema 1000 og Coop. Ettersom NorgesGruppen er inkludert i bransjetallene vil forskjellene blir mindre enn de ville blitt dersom vi sammenlignet med kun Rema 1000 og Coop. Ettersom regnskapstallene er relativt stabile anvender vi den samme analyseperioden som tidligere, altså 2012 til 2018. Ved å studere ulike nøkkeltall får vi bedre innsikt i underliggende økonomiske forhold. Et nøkkeltall kan være absolutt eller relativt. De ulike nøkkeltallene vil gi oss innsikt i lønnsomheten til NorgesGruppen og bransjen, samt den selskapsspesifikke risikoen.

Når vi skal beregne den selskapsspesifikke risikoen ser vi på tall knyttet til likviditet og soliditet. Likviditetsanalysen brukes til å vurdere den kortsiktige risikoen, den langsiktige risikoen bruker vi en soliditetsanalyse til å fastsette. Dette vil samlet gi oss kredittrisikoen, også kalt syntetisk rating. Den syntetiske ratingen brukes til å si noe om sannsynligheten for at NorgesGruppen misligholder sine låneforpliktelser og for å kunne estimere en kredittrisikopremie.

$$\begin{aligned} \text{Totalrisiko} &= \text{systematisk risiko (generell markedsrisiko)} \\ &+ \text{usystematisk risiko (bedriftsspesifikk risiko)} \end{aligned}$$

Den bedriftsspesifikke risikoen er knyttet til forhold som påvirker det spesifikke selskapet, altså NorgesGruppen. Mens den generell markedsrisiko er utviklingen i faktorer som påvirker alle selskaper som for eksempel konjunkturutvikling, rentenivå, arbeidsledighet og inflasjon (Kaldestad & Møller, 2016, s.155). Den usystematiske risikoen kan diversifiseres bort. Den generelle markedsrisikoen vil selskapet ikke klare å kvitte seg med og det er denne risikoen vi kommer til å studere i denne delen av oppgaven.

7.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse

Når vi gjennomfører en likviditetsanalyse ser vi på virksomhetens evne til å kunne møte sine forpliktelser ved forfall (Penman, 2013, p. 342). Kortsiktige likviditetsrisiko er

virksomhetens risiko for mislighold på kort sikt, det vil si at de ikke er i stand til å tilfredsstille sine kortsiktige forpliktelser etter hvert som de forfaller. Med et kortsiktig perspektiv menes ett år (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Når vi skal måle denne kortsiktige likviditetsrisikoen kommer vi til å ta utgangspunkt i likviditetsgrad 1 og rentedekningsgraden.

7.1.1 Likviditetsgrad 1

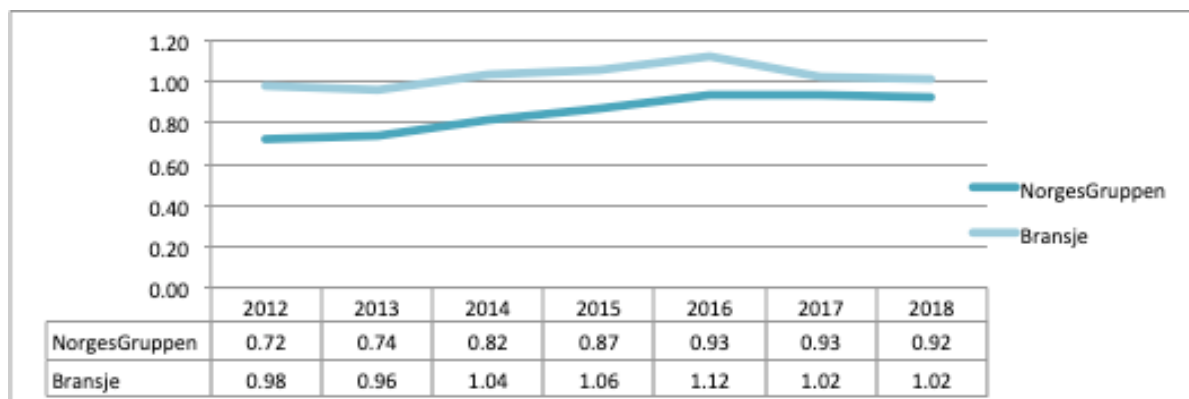
Likviditetsgrad 1 ser på forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Jo større dette forholdet er, desto større er sannsynligheten for at inntektene fra en avvikling av omløpsmidler vil dekke gjeldende forpliktelser.

$$\begin{aligned} \text{Likviditetsgrad 1} &= \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}} \\ &= \frac{\text{driftsrelaterte omløpsmidler} + \text{finansielle omløpsmidler}}{\text{kortsiktig driftsrelatert gjeld} + \text{kortsiktig finansiell gjeld}} \end{aligned}$$

Det er noe diskusjon om hvor stort dette forholdet bør være, noen mener at større enn 2 indikerer en lav kortsiktig likviditetsrisiko (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017, s.231). Andre mener at nøkkeltallet bør være høyere enn 1, mens andre ser på bransjen som beste sammenligningsgrunnlag (Knivsflå, 2019e, p. 40). Både NorgesGruppen og bransjen viser en likviditetsgrad under 2. Vi anser derfor at det er sannsynlig at inntektene fra en avvikling av omløpsmidler ikke vil dekke alle gjeldende forpliktelser, dersom vi anvender tommelfingerregelen på 2.

Som nevnt mener andre analytikere at en likviditetsgrad større enn 1 er tilstrekkelig. Vi ser at tidlig i analyseperioden har både NorgesGruppen og bransjen en likviditetsgrad på under 1. Forholdstallet er økende i perioden og bransjen har en likviditetsgrad over 1 fra 2014. NorgesGruppen ligger derimot under 1 gjennom hele perioden, men har hatt en økning fra 0,72 i 2012 til 0,92 i 2018. De nærmer seg altså en likviditetsgrad lik 1. Hvilket indikerer en grei dekning av kortsiktig gjeld med omløpsmidler. Ved å anta at bransjegenomsnittet er det beste målet, ser vi at NorgesGruppen ligger noe under bransjen. Dette gapet har blitt mindre de siste årene, forholdstallene til NorgesGruppen beveger seg mot bransjetallet. Til

tross for at likviditetsgraden er lavere enn 1 har utviklingen de siste årene vært positiv. NorgesGruppen følger i stor grad bransjen, vi anser likviditetsgrad 1 som tilfredsstillende.



Figur 27 Likviditetsgrad 1

En bedrift kan ha god likviditet, men likevel ha lav likviditetsgrad. Vi antar at likviditetsgrad ikke er et forholdstall NorgesGruppen selv fokuserer på. Forholdstallet tar ikke hensyn til bindingen og omløpshastigheten til de ulike eiendelene. Og for NorgesGruppen er trolig avanse og lav kapitalbinding mer relevant for å vurdere driften. I neste kapittel vil vi se nærmere på marginene til NorgesGruppen og bransjen, hvilket antas å være mer relevant for å vurdere lønnsomheten.

7.1.2 Kontantstrømanalyse

Etttersom likviditetstallene er statiske beregninger er det hensiktsmessig å se på hvordan tallene har utviklet seg over tid. Vi har valgt å gjøre dette gjennom en kontantstrømanalyse av de finansielle eiendelene. Kontantstrømmen forklarer hvorfor likviditeten har endret seg i perioden. Regnskapets kontantstrømoppstilling er ikke ideell for analyseformål da den blander operasjonelle og finansielle kontantstrømmer. Skal kontantstrømmen være egnet for verdivurderingsformål må en skille mellom finansielle og operasjonelle forhold (Kaldestad & Møller, 2016, p. 70). En annen ulempe med analyse av kontantstrømmen er at den ofte varierer mer enn regnskapstallene.

Fri kontantstrøm er netto kontantstrøm generert av underliggende drift, hvilket er tilgjengelig for kreditorer og aksjonærer, og som vil bli benyttet til å betale renter, avdrag og utbytte (Kaldestad & Møller, 2016, p. 70).

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Normalt driftsresultat	2 013	2 217	2 392	2 454	2 572	2 361
Unormalt driftsresultat	-152	-196	0	17	-310	-1
Endring netto driftseiendeler	1 419	1 619	2 820	1 627	397	1 291
Fri kontantstrøm til drift	442	401	-428	844	1865	1069
Normale finansinntekter	95	98	137	135	124	121
Unormale finansinntekter	96	71	60	97	55	59
Endring finansielle eiendeler	467	521	-432	-255	-239	254
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	166	50	200	1329	2283	996
Normale finanskostnader	-211	-183	-172	-154	-137	-109
Unormale finanskostnader	-71	-156	-64	-67	-180	-55
Endring finansiell gjeld	650	588	576	-536	-1248	-164
Fri kontantstrøm til egenkapital (FKE=NBU)	535	299	540	573	718	668

Tabell 30 Kontantstrømanalyse

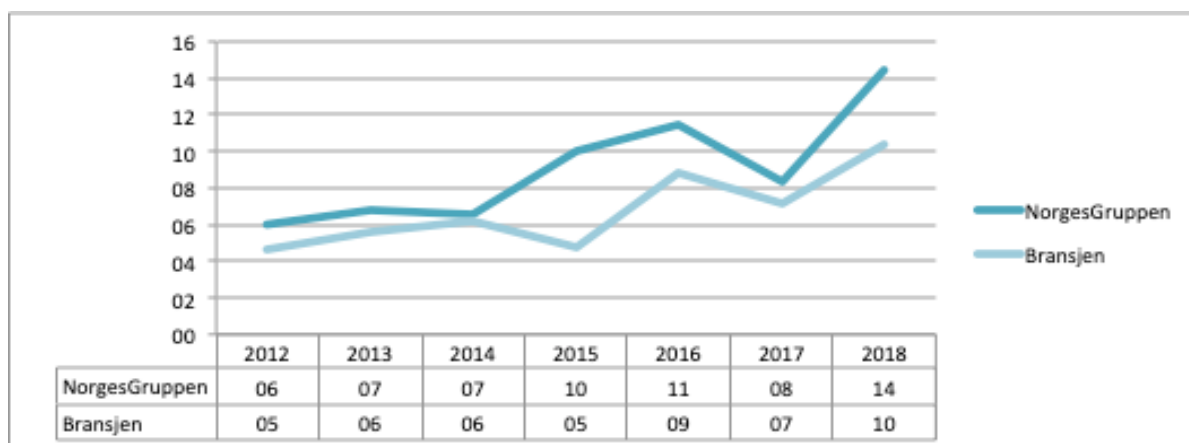
Fra tabell 30 ser vi at normalt driftsresultat er stabilt over tid, hvilket bidrar positivt til kontantstrømmen til drift. Endringen i netto driftseiendeler har vært relativt stabil, med unntak av 2015 og 2017. Den lave kontantstrømmen til drift i 2015 skyldtes høye investeringer i nye anleggsmidler. Mens den høye kontantstrømmen i 2017 i hovedsak skyldtes et godt netto driftsresultat, samt få investeringer i nye anleggsmidler. Vi ser at fri kontantstrøm til sysselsatt kapital er noe varierende. I hovedsak henger det sammen med kontantstrømmen til drift, samt endringer i de finansielle eiendelene. Fri kontantstrøm til egenkapital har vært relativt stabil i analyseperioden. Endringen i finansiell gjeld har de siste årene vært negativ, hvilket betyr at NorgesGruppen har betalt ned eksisterende gjeld, eller ikke tatt opp ny finansiell gjeld. Samtidig har endringen i finansiell eiendeler vært negativ, slik at langsiktig finansiell gjeldsdekning ikke har blitt betydelig påvirket, som vist i figur 29.

7.1.3 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden er et nøkkeltall som viser hvor mange ganger nettoresultatet fra sysselsatt kapital dekker netto finanskostnader (Knivsflå, 2019e, p. 48). Definert som nettoresultat før finanskostnad dividert på netto finanskostnad, hvilket i hovedsak består av rentekostnad.

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

Rentedekningsgraden tar ikke hensyn til dekning av avdrag på gjeld, kun netto finanskostnader. Dersom rentedekningsgraden er 1 betyr det at virksomheten akkurat dekker rentekostnadene med de driftsrelaterte aktivitetene. Desto høyere rentedekningsgraden er, desto større evne har virksomheten til å betjene rentekostnadene.



Figur 28 Rentedekningsgrad

Som presentert i figuren ser vi at NorgesGruppen har hatt en høyere rentedekningsgrad enn bransjen i hele analyseperioden. Rentedekningsgraden har vært langt over 1 for både NorgesGruppen og bransjen. Hvilket indikerer at virksomheten kan dekke rentekostnader gjennom operasjonelle aktiviteter. Bransjens relativt lave rentedekningsgrad i 2015 skyldes i hovedsak at Coop sitt negative driftsresultat etter oppkjøpet av ICA som trakk bransjeresultatet ned. Både NorgesGruppen og bransjen hadde relativt høy rentedekningsgrad i 2016. Coop hadde sitt beste resultat for analyseperioden i 2016, hvilket bidro til en høy rentedekningsgrad for bransjen. NorgesGruppen hadde i tillegg relativt høye finansinntekter i 2016, sammen med et godt resultat gav det en spesielt god

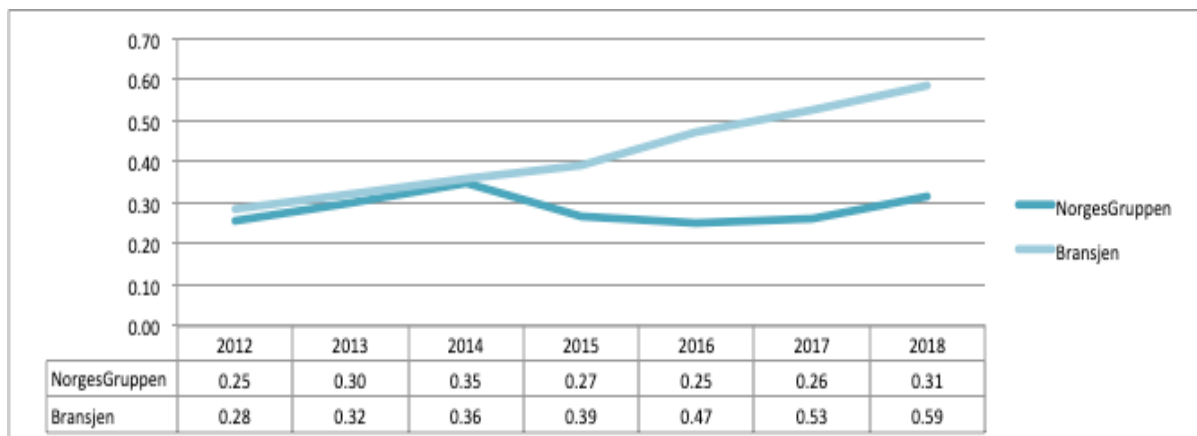
rentedekningsgrad. For 2018 hadde NorgesGruppen relativt lave finanskostnader sammenlignet med tidligere år, hvilket førte til en høy rentedekningsgrad. Vi anser rentedekningsgraden som god for både NorgesGruppen og bransjen.

7.1.4 Langsiktig finansiell gjeldsdekning

Langsiktig finansiell gjeldsdekning kan uttrykkes som forholdet mellom finansielle eiendeler (FE) og finansiell gjeld (FG):

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

Som formelen viser sier dette måltallet noe om i hvilken grad finansielle eiendeler dekker den finansielle gjelden. En finansiell gjeldsdekning på over 1 tilsier at selskapet kan dekke all finansiell gjeld med finansielle eiendeler.



Figur 29 Langsiktig finansiell gjeldsdekning

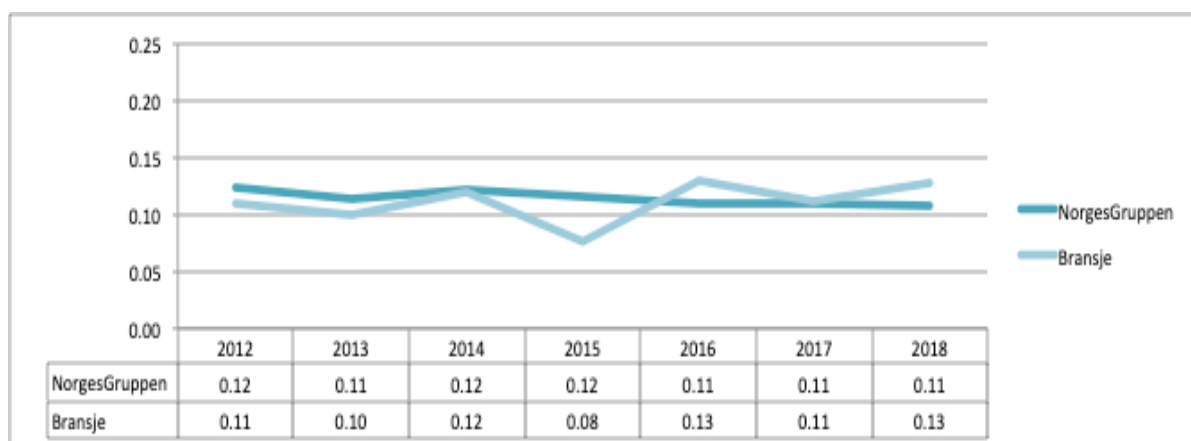
Vi ser av figuren at samtlige forholdstall er under 1. Tallene for NorgesGruppen og bransjen har dog vært relativt like frem til 2014. NorgesGruppen har hatt en gjeldsdekningsgrad lavere enn bransjen. NorgesGruppen sitt fall i finansiell gjeldsdekning skyldes i stor grad salg av investeringseiendom, samt lavere investeringer i investeringseiendom enn foregående år. For 2018 har imidlertid gjeldsdekningen økt noe, hvilket skyldes en økning i finansielle eiendeler og en liten reduksjon i langsiktig finansiell gjeld. Bransjens stabile økning kan skyldes at Rema 1000 har økt sine investeringseiendommer jevnlig fra 2012, fra 640 millioner til 3701 i 2017. Samlet sett har altså NorgesGruppen noe større finansiell likviditetsrisiko enn bransjen for analyseperioden.

7.1.5 Netto driftsrentabilitet

Som vist i formelen under viser netto driftsrentabilitet driftsresultatet i forhold til gjennomsnittlig kapital knyttet til driftsformål. Måltallet skal vise hvilken avkastning som blir skapt gjennom driften. Dersom en oppnår en negativ driftsrentabilitet vil det tære på selskapets egenkapital.

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

For å beregne netto driftsrentabilitet for 2012 har vi hentet inn regnskapstall for 2011. Grunnet manglende regnskapstall fra Rema 1000 er netto driftseiendeler (NDE) for 2011 estimert basert på tall fra 2012.



Figur 30 Netto driftsrentabilitet

Vi ser at både NorgesGruppen og bransjen har en relativt stabil driftsrentabilitet i perioden. Bransjen hadde i 2015 en liten nedgang, dette skyldes trolig Coop sitt negative driftsresultat for året. For 2016 lå bransjen noe over NorgesGruppen, som nevnt under avsnitt 7.1.3 skyldes dette Coop sitt gode resultat for året. Med unntak av 2015 og 2016 har netto driftsrentabilitet vært omtrent lik for NorgesGruppen og bransjen. I 2018 ligger imidlertid bransjen noe over NorgesGruppen.

7.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse

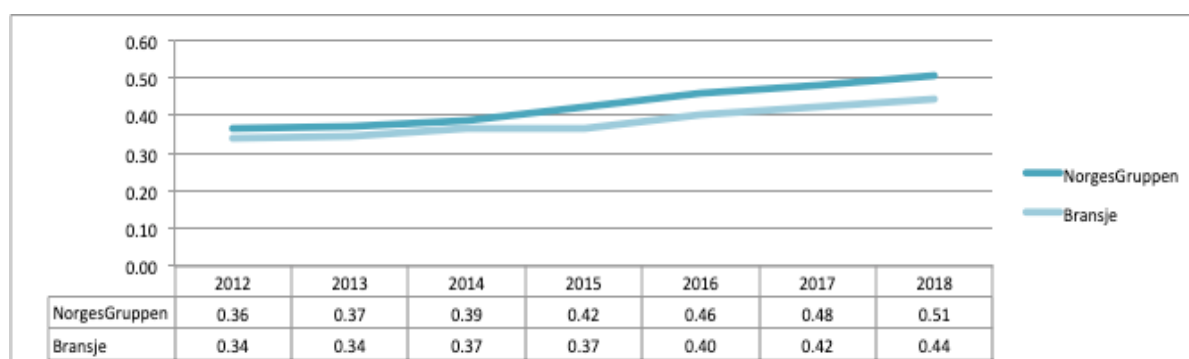
Langsiktig likviditetsrisiko ser på bedriftens langsiktige økonomiske tilstand og evne til å betale alle fremtidige forpliktelser (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017, p. 211). Det vil være viktig at virksomheten kan handle fritt og utnytte lønnsomme forretningsmuligheter etter hvert som mulighetene kommer for å kunne opprettholde lønnsom drift (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

7.2.1 Egenkapitalandel

Når vi skal vurdere egenkapitalandelen ser vi på hvor mye av eiendelene som er finansiert av egenkapitalen. Vi anvender følgende formel:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

For å vurdere hva som er et passende nivå på egenkapitalen kan det være hensiktsmessig å sammenligne det med bransjen. En virksomhet bør ha et egenkapitalnivå som kan tåle det som er forventet av tap over tid. Hvor mye dette utgjør er avhengig av virksomhetens risikoprofil (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017, p. 220). Egenkapitalandelen brukes som indikator for å forutsi konkurs på et tidlig stadium, og har blitt brukt som en av faktorene i Altman og Beaver sine modeller for å predikere konkursrisiko (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017, p. 216). Når vi skal vurdere egenkapitalen til NorgesGruppen kommer vi til å sammenligne den opp mot egenkapitalandelen til bransjen. Som vi kan se av figuren hadde NorgesGruppen en egenkapitalandel som er høyere enn bransjen over hele analyseperioden.



Figur 31 Egenkapitalandel

Gapet mellom NorgesGruppen og bransjen har økt fra 2015. Egenkapitalandelen til NorgesGruppen var lavest det første året i analyseperioden og har gjennom hele analyseperioden vært stigende. Den høye egenkapitalandelen indikerer god soliditet, både for NorgesGruppen og for bransjen totalt. Dette gjør de rustet til å tåle lengre perioder med tap.

7.3 Analyse av kapitalstruktur

Det er viktig at virksomheten har en sunn finansieringsstruktur, men dette menes at det er en god balanse mellom egenkapital og kortsiktig og langsiktig finansiering (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017, p. 216). Dersom virksomheten nesten ikke har egenkapital kan et tilfeldig tap føre til konkurs. Har derimot virksomheten brukt for mye kortsiktig finansiering er de sårbar i perioder der finansmarkedene er illikvide eller tap skremmer kreditorene fra å finansiere i virksomheten. For mye langsiktig finansiering med strenge vilkår kan gjøre at virksomheten har lite fleksibilitet (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

Ved å analysere kapitalstrukturen får en innblikk i hvordan eiendelene er finansiert på et gitt tidspunkt. Dette gjøres for å vurdere risikoen ved finansieringen. Vi kommer til å sette opp en finansieringsmatrise, hvor eiendelene rangeres etter illikviditet og kapitalen blir rangert etter hvor langsiktig den er. Egenkapitalfinansiering er den minst risikable måten å finansiere eiendelene på. Langsiktig gjeldsfinansiering er noe mer risikabel finansieringsmåte og kortsiktig gjeldsfinansiering er den mest risikable måten å finansiere eiendelene på. Dess fortere kurven i matrisen når bunnen desto mindre risikabel og mer solid er finansieringen. Vi har valgt å lage en finansieringsmatrise for NorgesGruppen og for bransjen. Begge matrisene tar utgangspunkt i gjennomsnittstall fra analyseperioden vår, altså 2012-2018. Vi har også laget en matrise for kun 2018 da finansieringsstrukturen kan ha endret seg i løpet av analyseperioden.

NorgesGruppen	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	69,0%	6,8%	23,9%	0,3%		62,7%
FAM				100,0%		5,5%
DOM				86,5%	13,5%	31,8%
FOM						0,0%
TK	43,3%	4,2%	15,0%	33,2%	4,3%	100,0%

Figur 32 Finansieringsmatrise NorgesGruppen

NorgesGruppen	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	79,6%	6,1%	14,3%			63,7%
FAM			42,0%	58,0%		4,7%
DOM				88,1%	11,9%	31,7%
FOM						0,0%
TK	50,7%	3,9%	11,1%	30,6%	3,8%	100,0%

Figur 33 Finansieringsstruktur 2018 NorgesGruppen

Bransje	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	69,4%	8,7%	21,9%			54,2%
FAM			100,0%			7,1%
DOM			3,2%	91,4%	5,4%	36,8%
FOM					100,0%	2,0%
TK	37,6%	4,7%	20,1%	34,8%	2,8%	100%

Figur 34 Finansieringsmatrise bransjen

Vi ser av figurene at NorgesGruppen og bransjen har relativt lik finansieringsstruktur. NorgesGruppen sin egenkapitalandel er noe høyere enn bransjen, samt langsiktig finansiell gjeld (*LFG*) er lavere enn bransjen. Dette er positivt da finansiering gjennom egenkapital er minst risikabelt. Vi ser at driftsrelaterte anleggsmidler (*DAM*) i hovedsak er finansiert av egenkapital og langsiktig finansiell gjeld, hvilket også er tilfellet for bransjen. Vi ser derimot at bransjen har en noe brattere kurve enn NorgesGruppen. Bakgrunnen for dette er at NorgesGruppen også anvender noe kortsiktig driftsgjeld (*KDG*) for å finansiere driftsrelaterte anleggsmidler, hvilket bransjen ikke gjør. NorgesGruppen har dog en høyere andel driftsrelaterte anleggsmidler enn bransjen har, vi anser derfor ikke dette som en stor risiko. Kortsiktig gjeld er omtrent lik for NorgesGruppen og bransjen. Samlet sett viser matrisen at NorgesGruppen og bransjen har en sunn finansieringsstruktur, hvor majoriteten av eiendelene er finansiert med egenkapital og langsiktig gjeld. Vi ser også at utviklingen til NorgesGruppen har vært positiv, ved at andelen egenkapital har økt. I tillegg er ikke driftsrelaterte anleggsmidler lenger finansiert med kortsiktig gjeld. Finansieringsstrukturen anses som lite risikabel og tilfredsstillende.

7.4 Syntetisk rating

Kredittanalysen vurderer en virksomhets evne til å betale sine økonomiske forpliktelser i tide. Den undersøker sannsynligheten for at en virksomhet har mislighold på sine

låneforpliktelser og det potensielle tapet ved et slikt mislighold. I modeller for kredittanalyse blir det brukt utvalgte finansielle nøkkeltall. Nøkkeltallene er valgt utfra statistiske tester, der nøkkeltallene med best evne til å predikere kreditt risiko blir tatt med (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

Virksomheter som spesialiserer seg på kredittvurdering er for eksempel Standard & Poor's og Moody's. Vi kommer til å basere vår utredning på kredittvurderingen til Standard & Poor's. Ratingen estimerer sannsynligheten for mislighold og er en indikasjon på prisen på kreditt. En rating på "AAA" tilsvarer ekstremt sterk kapasitet til å møte finansielle forpliktelser. Rater til og med "BBB-" er innenfor kategorien investeringsklasse. Får en derimot en rating mellom "BB+" og "D", hvor "D" tilsvarer mislighold på betalinger på finansielle forpliktelser, er det ratinger klassifisert som av spekulativ karakter (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

<i>NorgesGruppen</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>Gj.sn.</i>
Likviditetsgrad 1	0,722	0,740	0,819	0,867	0,935	0,934	0,922	0,848
	CCC	CCC	B-	B	B	B	B	B
Rentedeknings-grad	5,844	6,561	6,411	9,745	11,107	8,124	14,49	9,09
	AA-	AA	AA	AA	AA	AA	AAA-	AA
Egenkapital-prosent	0,364	0,371	0,388	0,422	0,460	0,481	0,507	0,427
	BB	BB	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB-
Netto driftsrentabilitet	0,121	0,110	0,119	0,113	0,106	0,106	0,107	0,115
	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Gjennomsnittsrating	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 31 Syntetisk rating NorgesGruppen

<i>Bransjen</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>Gj.sn.</i>
Likviditetsgrad 1	0,979	0,961	1,036	1,059	1,122	1,020	1,019	1,028
	B	B	B	BB-	BB-	B	B	B
Rentedeknings-grad	4,634	5,571	6,175	4,800	8,790	7,122	10,37	6,78
	A	AA-	AA-	A	AA	AA	AA	AA

Egenkapital-prosent	0,331	0,335	0,357	0,351	0,384	0,402	0,442	0,383
	BB	BB	BB	BB	BBB-	BBB-	BBB	BBB-
Netto driftsrentabilitet	0,110	0,100	0,119	0,076	0,130	0,113	0,127	0,111
	BBB	BBB	BBB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB
Gjennomsnittsrating	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 32 Syntetisk rating bransje

Som presentert i figuren over har vi sammenlignet likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Av disse nøkkeltallene har vi estimert en samlet rating på BBB for NorgesGruppen. Dette indikerer en konkursrisiko på 0,18% (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017, p. 390). NorgesGruppen har fra 2015 hatt en rating lik som bransjen, altså har de samme kredittrisiko som bransjen. For å se på rimeligheten av kredittvurderingen, vil vi se kredittvurderingen opp mot SWOT analysen i kapittel 4.7. Gitt at konsekvensene av konkurransetilsynet sin utredning av dagligbransjen ikke drastisk endrer innkjøpsprisene til NorgesGruppen, anser vi det som sannsynlig at kredittrisikoen for fremtiden vil forbli lav. NorgesGruppen vil trolig beholde sine stordriftsfordeler i innkjøp og sin posisjon som markedsleder i bransjen. Andre faktorer vi anser som vesentlige for å beholde dagens lave kredittrisiko er et økende driftsresultat for alle år, med unntak av 2017. Egenkapitalandelen har vært økende, som diskutert i avsnitt 7.2.1 og noe høyere enn bransjen gjennom hele analyseperioden. Vi anser derfor kredittrisikoen som rimelig og tilfredsstillende.

Samlet syntetisk rating anses som noe lav for et selskap som NorgesGruppen, grunnen til at ratingen blir lav skyldes i hovedsak likviditetsgrad 1. Som nevnt i avsnitt 7.1.1, antar vi at NorgesGruppen ikke fokuserer på likviditetsgrad, men benytter seg av andre måltall for å vurdere lønnsomheten. Et selskap som NorgesGruppen antas å ha lav økonomisk risiko, grunnet deres sterke markedsposisjon. De opererer i en stabil bransje som er lite konjunkturutsatt, vi mener derfor at ratingen burde vært noe høyere.

8. Historisk avkastningskrav

Når det blir gjort investeringer krever investor en avkastning som er minst like stor som avkastningen på tilsvarende investeringer, etter de har tatt hensyn til relevant risiko. Avkastningskravet blir brukt både som en målestokk for rentabilitet og som diskonteringsrente (Knivsfå, 2019f).

8.1 Avkastningskrav til totalkapitalen

NorgesGruppen må kompensere investorer for innskutt kapital, både i form av egenkapital og fremmedkapital. Avkastningen skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko. Virksomheten finansieres gjennom ulike kilder som har ulike avkastningskrav grunnet ulik risiko. Disse vektes ulikt og gir forskjellige avkastningskrav, de ulike kravene brukes til å estimere kravet til totalkapitalen eller sysselsatt kapital (Kaldestad & Møller, p. 152). Totalavkastningskravet blir ofte betegnet som WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). WACC uttrykker selskapets vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnad.

$$WACC = ekk \frac{EK}{NDK} + nfgk \frac{NFG}{NDK}$$

ekk – egenkapitalkravet

nfgk – netto finansielt gjeldskrav

For å estimere WACC starter vi med å beregne avkastningskravet til egenkapitalen, for så å finne gjeldens avkastningskrav.

8.2 Avkastningskravet til egenkapitalen

Vi anvender kapitalverdimodellen (CAPM) for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. I følge Kaldestad og Møller (2016, p. 156) kan alle investorer diversifisere og de kompenseres derfor kun for systematisk risiko i avkastningskravet, ikke bedriftsspesifikk risiko. Systematisk risiko er knyttet til utviklingen i faktorer som påvirker alle selskaper, som konjunkturutvikling, rentenivå, arbeidsledighet og inflasjon. Det er derfor viktig å

justere for ulikhet knyttet til hvor sensitivt selskapet er til systematisk markedsrisiko. Egenkapitalkravet estimeres som risikofri rente pluss justert egenkapitalbeta multiplisert med en markedsrisikopremie (Kaldestad & Møller, p. 156).

$$\text{Egenkapitalkrav} = \text{Risikofri rente} + \beta_{EK} \cdot \text{markedsrisikopremie}$$

8.2.1 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen finansielle investorer i aksjemarkedet forventer å få sammenlignet med den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, p. 166). Markedets risikopremie kan beregnes på flere måter:

Metode 1 – Historisk risikopremie

En kan se på den historisk risikopremien. Denne metoden er den som er mest brukt i praksis. Den analyserer historisk avkastning på aksjer relativt til risikofri rente. Ulempen med denne metoden er om en kan anta at fortiden er representativ for fremtiden, ettersom historisk tallmateriale kan være påvirket av faktorer som ikke vil inntreffe på nytt (Kaldestad & Møller, p. 166- 167).

Metode 2- Estimere en implisitt markedspremie basert på nåværende børskurs.

Ved å ta utgangspunkt i den andre metoden, estimerer en hvilken risikopremie dagens aksjekurser impliserer. En kan da regne baklengs med hensyn til avkastningskravet og estimere hvilke risikopremie som er nødvendig for å forsvare dagens børsnivå. Metoden er likevel noe usikker og sensitiv. Små endringer i inntjeningsestimaterne vil kunne føre til store utslag i den estimerte premien. Metoden forutsetter også at man bruker (tilnærmet) samme verdsettelsesmodell som målemetoden benytter, noe som ikke er sikkert (Kaldestad & Møller, p. 166- 169).

Metode 3 - Lage en spørreundersøkelse blant investorer og akademikere

Ved å utarbeide spørreundersøkelser blir deltakerne bedt om å gi sitt syn på avkastningen i aksjemarkedet fremover. Hvor bra estimat dette er på markedsforventningene vil være

avhengig av hvor representative deltakerne er for markedet. Metoden er uavhengig av historiske data og den er basert på markedsaktørenes syn noe som er bra. Men samtidig kan det være problemer knyttet til å finne konsensusundersøkelser og det er også noe fare for at deltakerne blir påvirket av den siste tids utvikling (Kaldestad & Møller, p. 166- 169).

Knivsflå sitt estimat på markedets risikopremie i perioden 2013- 2018 er estimert til 5,1% (2019f, p. 41). PwC tar i sin rapport om ”Risikopremien i det norske markedet” utgangspunkt i en risikopremie på 5% (PwC, 2018). Vi velger å ta utgangspunkt i en risikopremie på 5,0% over hele analyseperioden.

8.2.2 Risikofri rente

Et investeringsprosjekt må være i stand til å gi en bedre avkastning enn den risikofrie renten. Kaldestad & Møller (2016, p.156) definerer den risikofrie renten som ”en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko”. Statsobligasjonsrenter er det nærmeste man kommer dette. Problemstillingen er da knyttet til om man skal velge en lang eller en kort statsobligasjonsrente. Hvor kort eller lang rente man velger vil ha innvirkning på avkastningskravet (Kaldestad & Møller 2016, p. 157).

En kan ha ulik risikofri renten i hver periode og diskontere kontantstrømmene med årets respektive rente. Modellen er teoretisk riktig, men lite praktisk. En kan også ta utgangspunkt i den korte renten. Forventet avkastning og faktisk avkastning vil bli det samme og er dermed mindre risikofull. Den korte renter svinger likevel mer enn den lange og det er en fare for at avkastningskravet blir mer ustabilt. Mange velger å bruke 10- årsrenten. Den lange renten varierer mindre enn den korte renten, og en oppnår dermed et mer stabilt avkastningskrav. Samtidig er forventet levetid for en virksomhet ofte lang og durasjonen på den lange renten passer bedre med durasjonen til kontantstrømmen til virksomheten som skal verdsettes (Kaldestad & Møller, 2016, p.158).

En kan også velge å ta utgangspunkt i å estimere en langsiktig WACC og se bort fra kortsiktige svingninger. Den risikofrie renten settes til langsiktig forventet realrente pluss

langsiktig forventet inflasjon. Metoden er nyttig når målet med verdivurderingen er eieroppfølging. Ulempen er at man hevder at rentemarkedene er feilpriset, ettersom avkastningen vil avvike fra det rentemarkedene operer med. Man risikerer også å bomme i verdivurderingen fordi man mister trendsifte i rentemarkedene (Kaldestad & Møller, 2016, p. 156- 159). Vi tar utgangspunkt i den langsiktige renten på norske statsobligasjoner. Kredittrisikopremien, som er et mål på risikoen forbundet med at utsteder ikke gjør opp for seg, setter vi lik null da vi anser den norske stat som tilnærmet risikofri.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn.
Rente på 10 års statsobligasjoner	0,021	0,026	0,025	0,016	0,013	0,016	0,019	0,019
Kredittrisikopremie	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Risikofri rente før skatt	0,021	0,026	0,025	0,016	0,013	0,016	0,019	0,019
Risikofri rente etter skatt	0,015	0,019	0,018	0,012	0,010	0,012	0,015	0,014

Tabell 33 Statsobligasjoner årsgjennomsnitt, hentet fra Norges Bank (2019)

8.2.3 Gjennomsnittlig egenkapitalbeta

”Beta er et mål på den enkelte aksjes risiko relativt til aksjemarkedet, og hvor eksponert man er for den generelle markedsrisikoen” (Kaldestad & Møller, 2016, p. 159). I gjennomsnitt er beta lik 1, hvilket betyr at aksjen svinger i takt med aksjemarkedet. I utgangspunkt beregnes selskapets beta ved å ta utgangspunkt i følgende formel:

$$\beta_E = \frac{\text{Kovarians akje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølgen}}$$

NorgesGruppen er dog ikke børsnotert. Kursen på aksjen til NorgesGruppen blir fastsatt av styret basert på ekstern verdsettelse to ganger per år. Denne kursen benyttes som utgangspunkt når en kjøper egne aksjer (NorgesGruppen, 2019a). Siden betaen til NorgesGruppen ikke er tilgjengelig, må vi estimere denne. Det kan gjøres på flere måter. En metode er å finne beta-verdien til sammenlignbare selskaper. Problemet er at virksomheter som i utgangspunktet virker like, kan ha ulik beta når gjeldsgraden er forskjellig. Selskapets beta vil øke i takt med økende gjeldsgrad, alt annet likt. For å få et riktig estimat må en derfor korrigere for ulik gjeldsgrad. Dette kan gjøres i tre trinn (Kaldestad & Møller, 2016, p. 161).

I det første trinnet identifiseres egenkapitalbetaen til sammenlignbare selskaper. Dersom virksomheten er børsnotert blir beta-verdien publisert av nyhetstjenester, som Dagens Næringsliv. Alternativt kan man estimere den gjennom regresjonsanalyse. Det neste trinnet er å konvertere den observerte egenkapitalbetaen om til en forretningsbeta, denne beta verdien er den selskapet ville ha hatt dersom det var 100% egenkapitalfinansiert. Målet er å justere effekter knyttet til ulik finansieringsgrad. I trinn tre skal en konvertere forretningsbetaen om til en ny egenkapitalbeta basert på gjeldsgraden i virksomheten (Kaldestad & Møller, 2016, s. 161).

Vi tar utgangspunkt i bransjebeta publisert for ulike industrier i Europa. Damodaran (2018) har utarbeidet en slik oversikt. Grunnen til dette er at verken Coop eller Rema1000 er børsnotert. Vi anvender Damodaran (2018) sin betaverdi-tabell for Europa, som inkluderer blant annet ICA Sverige, Kesko og Tesco. Grunnen til dette er at vi antar at det er større likhet mellom butikkene i Europa og Norge, enn USA og Norge. Beta-verdiene for bransjen vektet etter hvilken andel av NorgesGruppen sin virksomhet som er knyttet til engros (Food wholesales) og detaljhandel (Retail Grocery and Food). Vektingen blir henholdsvis 2/5 for engros og 3/5 for detaljhandel, slik at:

$$\beta_B = 0,27 \cdot \frac{2}{5} + 0,59 \cdot \frac{3}{5} = 0,46$$

Vi regner så egenkapitalbetaen ved å ta utgangspunkt i beta-verdien ovenfor, samt et passende estimat på netto finansiell gjeldsbeta som multipliseres med netto finansiell gjeldsgrad. Netto finansiell gjeldsgrad er definert som netto finansiell gjeld dividert på egenkapitalen, resultatet er vist i tabellen under. Utregningen for netto finansiell gjeld er vist i tabell 34.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn
NFG/EK	0,434	0,403	0,360	0,384	0,323	0,243	0,201	0,335

Tabell 34 Netto finansiell gjeld

Vi kan så regne ut et estimat på egenkapitalbetaen til NorgesGruppen, vi anvender Knivsflå (2019f, p. 49) sin formel:

$$\beta_{EK} = \beta_B + (\beta_B - \beta_{NFG}) \cdot \frac{NFG}{EK}$$

$$\beta_{EK} = 0,46 + (0,46 - 0,202) \cdot 0,335 = 0,682$$

Vi ser at egenkapitalbetaværdien er høyere enn bransjebetaværdien som ble beregnet ut i fra vektingen av Damodaran (2018) sine beta-verdier. Følgelig ønsker vi ikke å justere beta-verdien og anvender en egenkapitalbetaværdi på 0,682 videre.

8.2.4 Illikviditetspremie

”En bedrift er illikvid dersom den ikke kan gjøre opp sine forpliktelser løpende ved forfall” (Kaldestad & Møller, 2016, p. 394). Målet med en likviditetspremie er å kompensere investor for innlåsningsrisikoen ved en illikvid plassering, altså kostnaden eller vanskelighetsgraden av å komme seg ut av aksjen (Kaldestad & Møller, 2016, p. 171).

I fastsettelsen av illikviditetspremien har vi lagt vekt på NorgesGruppen sin størrelse, eierforhold og regnskap. NorgesGruppen er i hovedsak eid av Joh. Johannson AS som har en eierandel på 74,4% Joh. Johannson AS kontrollerer i lag med fem andre eiere 93,7% av aksjene. Eierne består blant annet av tidligere dagligvareaktører som Brødrene Lorentzen AS, Drageset AS og Butikkdrift AS. Vi antar at Joh. Johannson AS ikke har et likviditetsfokus, og ville satt en likviditetspremie lik 0 dersom verdivurderingen var for dem. Ettersom dette er verdivurdering med et investorperspektiv anser vi det hensiktsmessig å legge på en kredittrisikopremie. NorgesGruppen et stabilt selskap med hensyn til regnskapstall og vekst de siste årene. Det er også et stort selskap og det største i Norge innenfor dagligvarehandel. De har en syntetisk rating på BBB hvilket impliserer lav kredittrisiko og klassifiseres som *investment grade* (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Dette trekker i retning av en lavere illikviditetspremie. Ettersom minoritetsinteressene er lagt til i egenkapitalen beregner vi ikke en separat illikviditetspremie for minoritetsinteressene. Med bakgrunn i det konsentrerte eierskapet, størrelsen og historisk stabile regnskapstall fastsetter vi illikviditetspremien til 2%.

8.3 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

I følgende kapittel ønsker vi å estimere avkastningskravet til netto finansiell gjeld ($nfgk$). Hvilket inkluderer å beregne avkastningskrav for finansiell gjeld (fgk) og finansielle eiendeler (fek). Disse vektet så etter henholdsvis hvor mye finansiell gjeld og finansielle eiendeler utgjør av netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2019f, p. 29).

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

En problemstilling er hvilken gjeldskostnad en skal bruke i estimeringen av WACC. Dette kan være faktisk lånerente eller avkastningskravet. Ulike finansieringskilder har ulik risiko og dermed også ulik forventet avkastning (Kaldestad & Møller, p. 152). Avkastningen til de ulike finansieringskildene må ses i forhold til hva investor ville ha tjent på en alternativ investering hvor risikoen hadde vært den samme (Kaldestad & Møller, p. 152).

8.3.1 Krav til avkastning på finansiell gjeld

Vi starter med å finne avkastningskravet til den finansielle gjelden. Det finansielle gjeldskravet beregnes ved å summere risikofri rente og kredittrisikopremien (Knivsflå, 2019f, p. 60). Ettersom den syntetiske ratingen er et uttrykk for forventet tap tar vi utgangspunkt i denne når vi skal finne kredittrisikopremien (krp). Kredittrisikopremien er utarbeidet av Knivsflå (2019e, s.61) og presentert i tabell 35.

krav til finansiell gjeld = risikofri rente etter skatt + kredittrisikopremie

<i>Rating</i>	<i>Kort krp etter skatt</i>	<i>Lang- tillegg</i>	<i>Lang krp etter skatt</i>
AAA	0,002	0,004	0,006
AA	0,004	0,004	0,008
A	0,006	0,004	0,010
BBB	0,010	0,004	0,014
BB	0,027	0,004	0,031
B	0,040	0,004	0,044
CCC	0,079	0,004	0,083

CC	0,145	0,004	0,149
C	0,210	0,004	0,214
D	0,276	0,004	0,28

Tabell 35 Lang og kort kredittrisikopremie, hentet fra Knivsfå (2019e, s.61)

Ved å bruke formelen presentert over finner vi at gjennomsnittlig finansielt gjeldskrav etter skatt er 2,4%. Resultatet er presentert i tabellen under.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn
Syntetisk rating	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente etter skatt	1,51%	1,87%	1,83%	1,17%	0,98%	1,22%	1,46%	1,43%
Kredittrisikopremie	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%
Finansielt gjeldskrav etter skatt	2,91%	3,27%	3,23%	2,57%	2,38%	2,62%	2,86%	2,83%

Tabell 36 Finansielt gjeldskrav

8.3.2 Krav til avkastning på finansielle eiendeler

De ulike finansielle eiendelene har ulike risiko og vi setter derfor ulike avkastningskrav til disse eiendelene. Finansielt eiendelskrav er det vektete kravet mellom kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet (Knivsfå, 2019f, p. 28). Hvor:

$$\text{Kontantkrav} = r_f(1 - s) \cdot \frac{KON}{FE}$$

$$\text{Fordringskrav} = (r_f(1 - s) + krp_{FOR}) \cdot \frac{FOR}{FE}$$

$$\text{Investeringskrav} = (r_f(1 - s) + \beta_{INV} \cdot mrp + ilp_{INV}) \cdot \frac{INV}{FE}$$

KON - kontanter

FE - finansielle eiendeler

krp_{FOR} - kredittrisikopremie

FOR - fordring

β_{INV} - investeringsbeta

mrp - markedsrisikopremie

ilp_{INV} - illikviditetspremie

INV - investeringer

Kontantbeholdningen til NorgesGruppen ikke er inkludert som en finansiell eiendel, som drøftet i kapittel 6.4. Følgelig beregner vi ikke kontantkravet. Kredittrisikopremien til fordringene er fastsatt som kortsiktig kredittrisikopremie, altså 0,01. Vi følger Knivsflå (2019f, p. 28) sin mal og har satt investeringsbetaen lik 1. Investeringene er i hovedsak knyttet til investeringseiendom og investeringer i aksjer og andeler. Det kan diskuteres hvorvidt betaverdien burde vært noe lavere enn 1. Vi har likevel valgt å sette betaverdien lik 1. Illikviditetspremien til investeringene settes lik 0 slik som. Markedsrisikopremien settes til 5%. Dette gir oss følgende krav til avkastning for finansielle eiendeler:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn
Finansielt fordringskrav	2,51%	1,05%	1,09%	1,38%	1,20%	1,09%	1,49%	1,40%
Finansiell fordringsvekt	20,88%	36,68%	38,53%	63,85%	60,55%	49,40%	60,55%	47,20%
Investeringskrav	6,51%	6,87%	6,83%	6,17%	5,98%	6,22%	6,46%	6,43%
Investeringsvekt	79,12%	63,32%	61,47%	36,15%	39,45%	50,60%	39,39%	52,79%
Finansielt eiendelskrav	5,68%	4,74%	4,61%	3,11%	3,08%	3,69%	3,45%	4,05%

Tabell 37 Finansielt eiendelskrav

8.3.3 Estimert avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Både kravet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler er beregnet, vi går så videre til å finne avkastningskravet til netto finansiell gjeld. Vi anvender formelen som ble presentert i 8.3 og får følgende krav til netto finansiell gjeld. Vi ser at gjennomsnittlig krav til netto finansiell gjeld er 2,3%.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn
feg	2,9%	3,3%	3,2%	2,6%	2,4%	2,6%	2,9%	2,8%
FG/NFG	134,1%	142,8%	153,3%	136,3%	133,5%	135,7%	145,8%	140,2%
fek	5,7%	4,7%	4,6%	3,1%	3,1%	3,7%	3,4%	4,1%
FE/NFG	34,1%	42,8%	53,3%	36,3%	33,5%	35,7%	45,8%	40,2%
Krav til netto finansiell gjeld	2,0%	2,6%	2,5%	2,4%	2,1%	2,2%	2,6%	2,3%

Tabell 38 Netto finansielt gjeldskrav

8.4 Finansielle betaer

8.4.1 Finansiell gjeldsbeta

Neste ledd i beregningen av egenkapitalbetaen er å beregne finansielle betaer. Vi starter med å finne den finansielle gjeldsbetaen, definert som markedsrisikodelen multiplisert med kredittrisikopremien, dividert på kredittrisikopremien (Knivsflå, 2019f, p. 67). Igjen avhenger kredittrisikopremien av den syntetiske ratingen som vist i avsnitt 7.4. Markedspremien er også funnet tidligere, og er 5% over hele analyseperioden. Siste ledd i formelen er markedsrisikodelen, som skjønsmessig er den vurdert til 3,3%. Resultatet er presentert i tabell 40.

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

β_{FG} = finansiell gjeldsbeta
 mrd = markedsrisikodelen
 krp = kredittrisikopremien
 mrp = markedspremien

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn
Lang kredittrisikopremie	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
Markedspremie	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,050
β_{FG} når $mrd=1$	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,280
Markedsrisikodel EK	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,100
Justeringsfaktor gjeld	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,333
Markedsrisiko finansiell gjeld	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033
Finansiell gjeldsbeta	0,0092	0,0092	0,0092	0,0092	0,0092	0,0092	0,0092	0,0092

Tabell 39 Finansiell gjeldsbeta

8.4.2 Finansiell eiendelsbeta

Finansiell eiendelsbeta består av tre vektete betaer; kontantbeta, fordringsbeta og investeringsbeta. Investeringsbetaen settes lik 1, jamfør avsnitt 8.3.2. Fordringsbetaen er

utsatt for kredittrisiko, og vi starter med å beregne denne. Vi anvender den korte kredittrisikopremien (Knivsflå, 2019f, p. 69).

$$\beta_{FOR} = \frac{\text{krp for fordringer} \cdot \text{mrd}}{\text{mrp}}$$

Resultatet er presentert i tabellen under, og viser en gjennomsnittlig fordringsbeta på 0,0066 for analyseperioden.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn
Syntetisk rating	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Kort kredittrisikopremie	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Markedspremien	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Fordringsbeta når mrd=1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Markedsrisikodel	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033
Fordringsbeta	0,0066	0,0066	0,0066	0,0066	0,0066	0,0066	0,0066	0,0066

Tabell 40 Fordringsbeta

Vi anvender så følgende formel for å beregne finansiell eiendelsbeta (Knivsflå, 2019f, p. 69):

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

Som skrevet tidligere har vi ikke klassifisert kontanter og bankinnskudd som finansielle eiendeler. Investeringsbetaen er lik 1 og fordringsbetaen er 0,0066. Disse vil vektet etter hvor mye investeringene og fordringene utgjør av de finansielle eiendelene. Resultatet er presentert i tabellen under og viser en gjennomsnittlig finansiell eiendelsbeta på 0,53.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn
Fordringsbeta	0,0066	0,0066	0,0066	0,0066	0,0066	0,0066	0,0066	0,0066
Fordringsvekt	0,21	0,37	0,39	0,64	0,61	0,49	0,61	0,47
Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1	1
Investeringsvekt	0,79	0,63	0,61	0,36	0,39	0,51	0,39	0,53
Finansiell eiendelsbeta	0,79	0,64	0,62	0,37	0,40	0,51	0,40	0,53

Tabell 41 Finansiell eiendelsbeta

8.4.3 Netto finansiell gjeldsbeta

Netto finansiell gjeldsbeta finner vi ved å multiplisere betaverdiene for finansiell gjeld og finansielle eiendeler, med tilhørende vekt. Presentert i formelen under (Knivsflå, 2019f, p. 71).

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} \cdot \frac{FG}{NFG} - \beta_{FE} \cdot \frac{FE}{NFG}$$

Vi har allerede funnet betaen for finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Beta for netto finansiell gjeld er presentert i tabell 42. Vi ser at en høy investeringsbeta fører til at netto finansiell gjeldsbeta blir negativ.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn
β_{FG}	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
FG/NFG	1,341	1,428	1,533	1,363	1,335	1,357	1,458	1,402
β_{FE}	0,793	0,636	0,617	0,366	0,399	0,509	0,398	0,531
FE/NFG	0,341	0,428	0,533	0,363	0,335	0,357	0,458	0,402
Netto finansiell gjeldsbeta	-0,258	-0,259	-0,315	-0,120	-0,121	-0,169	-0,169	-0,202

Tabell 42 Netto finansiell gjeldsbeta

8.5 Avkastningskrav til netto driftskapital

Kravet til netto driftskapital er et vektet totalavkastningskrav (WACC), vektet med egenkapitalandel, minoritetsandel og finansiellgjeldsandel av netto driftskapital. For NorgesGruppen har vi inkludert minoritetsinteressen i egenkapitalen, vi beregner derfor ikke et minoritetskrav. Vi anvender følgende formel for å beregne beta for netto driftskapital (Knivsflå, 2019f, p. 74):

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} \cdot \frac{EK}{NDK} + \beta_{NFG} \cdot \frac{NFG}{NDK}$$

Vi har imidlertid kun funnet gjennomsnittlig egenkapitalbeta, som vist i avsnitt 8.2.3. Vi anvender derfor Miller-Modigliani teorem 1 ”The value of a company is not depending on how the company is financed” (Knivsflå, 2019f, p. 76). Unntaket er krisesituasjoner når

netto driftsbeta er høyere. Med utgangspunkt i dette antar vi konstant netto driftsbeta lik 0,462. Vi kan nå finne egenkapitalbetaen for hvert år, resultatet er vist i tabellen under. Vi ser at egenkapitalbetaen synker for hvert år, dette skyldes blant annet at gjeldsgraden er synkende.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn
β_{EK}	0,775	0,753	0,742	0,686	0,651	0,616	0,589	0,682
EK/NDK	0,697	0,713	0,735	0,722	0,756	0,805	0,833	0,752
β_{NFG}	-0,258	-0,259	-0,315	-0,120	-0,121	-0,169	-0,169	-0,202
NFG/NDK	0,303	0,287	0,265	0,278	0,244	0,195	0,167	0,248
Netto driftsbeta	0,462	0,462	0,462	0,462	0,462	0,462	0,462	0,462

Tabell 43 Netto driftsbeta

8.6 Egenkapitalkrav

Vi har nå nok informasjon til å kunne beregne egenkapitalkravet for hvert år. Vi finner egenkapitalkravet (CAPM) ved følgende formel (Knivsfå, 2019f, p. 82):

$$CAPM = \text{Risikofri rente} + \beta_{EK} \cdot \text{risikopremie}$$

Vi legger også på likviditetspremien på 2% som beregnet tidligere, og får et gjennomsnittlig egenkapitalkrav etter skatt på 6,84%.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn
Risikofri rente e.s.	1,51%	1,87%	1,83%	1,17%	0,98%	1,22%	1,46%	1,43%
Justert beta	0,775	0,753	0,742	0,686	0,651	0,616	0,589	0,682
Risikopremie etter skatt	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
ekk - CAPM	5,39%	5,64%	5,54%	4,60%	4,23%	4,29%	4,41%	4,84%
Illikviditetspremie	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Egenkapitalkrav etter skatt	7,39%	7,64%	7,54%	6,60%	6,23%	6,29%	6,41%	6,84%

Tabell 44 Egenkapitalkrav

8.7 Krav til netto driftskapital - WACC

Avslutningsvis beregner vi NorgesGruppen sitt årlige netto driftskrav for analyseperioden. Hvilket er et estimat på NorgesGruppen sitt avkastningskrav på totalkapitalen. Vi anvender formelen som ble presentert i avsnitt 8.1, resultatet er presentert i tabell 45.

$$ndk = ekk \cdot \frac{EK}{NDK} + nfgk \cdot \frac{NFG}{NDK}$$

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn
Egenkapitalkrav	7,4%	7,6%	7,5%	6,6%	6,2%	6,3%	6,4%	6,9%
EK/NDK	69,7%	71,3%	73,5%	72,2%	75,6%	80,5%	83,3%	73,8%
Netto finansielt gjeldskrav	2,0%	2,6%	2,5%	2,4%	2,1%	2,2%	2,6%	2,3%
NFG/NDK	30,3%	28,7%	26,5%	27,8%	24,4%	19,5%	16,7%	26,2%
Netto driftskrav	5,7%	6,2%	6,2%	5,4%	5,2%	5,5%	5,8%	5,7%

Tabell 45 Netto driftskrav (WACC)

Netto driftskapitalkravet, eller WACC, er i gjennomsnitt 5,7%. Vi har nå en teoretisk målestokk for hva rentabiliteten bør være sammenlignet med NorgesGruppen sin økonomiske situasjon. I følgende kapittel vil vi analysere lønnsomheten til NorgesGruppen, for å se hvordan lønnsomheten faktisk er.

9. Analyse av lønnsomhet og strategisk fordel

I dette kapitlet skal vi analysere lønnsomheten og finne den strategiske fordel til NorgesGruppen. Gjennom rentabilitetsanalyser kan vi se hvordan lønnsomheten har vært over tid og hvordan den er sammenlignet med andre virksomheter. Rentabiliteten til en kapital er et forholdstall som sier noe om hvor mye kapitalen kaster av seg i form av prosentvis ”rente” (Knivsflå, 2019g, p. 5). Vi anvender avkastningskravene vi beregnet i foregående kapittel som sammenligningsgrunnlag og ser resultatet i sammenheng med den strategiske analysen. Lønnsomheten kan generelt anses som god dersom rentabiliteten er høyere enn tilhørende avkastningskrav. Generelt uttrykkes rentabiliteten som følgende:

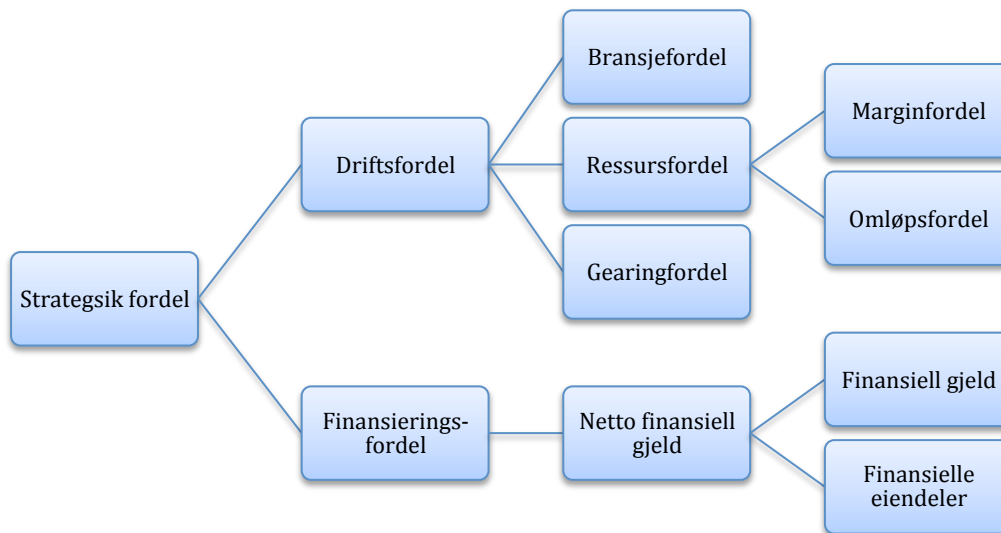
$$\text{Rentabilitet}, r = \frac{\text{Resultat til kapital}}{\text{Kapital}}$$

Når en ser på resultatet til kapitalen kan en ta utgangspunkt i fullstendig rentabilitet som har en viss relevans ved risikoanalyse da denne synliggjør svingninger. Vi har valgt å ta utgangspunkt i den normaliserte rentabilitet. Grunnen til dette er at normaliserte tall er mer relevant for framskriving av regnskapet og budsjettet. Den normaliserte rentabiliteten er mer ”forward looking”. I tillegg anvender vi gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital i perioden, rentabiliteten blir da en etterskuddskapital (Knivsflå, 2019g, pp. 6-10).

$$\frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapitalen}}{\text{Inngående} + \frac{\Delta\text{kapital} - \text{normalisert nettoresultat}}{2}}$$

9.1 Strategisk fordel

Den strategiske fordel til et selskap kan dekomponeres i en finansieringsfordel (FF) og en driftsfordel (DF) (Knivsflå, 2019g, p. 4). Driftsfordelen kan videre dekomponeres i bransje og ressursfordel. Fullstendig dekomponering av den strategiske fordel er vist i figur 35. Driftsfordelen vil typisk har størst påvirkning på den strategiske fordel. Ettersom det har vist seg vanskelig å finne nøyaktige regnskapstall for bransjen, kommer vi til å anvende 2013 til 2018 som analyseperiode i følgende kapittel. Bransjen anses fortsatt å være et likevektet gjennomsnitt av NorgesGruppen, Coop og Rema 1000.



Figur 35 Strategisk fordel dekomponert

9.2 Egenkapitalrentabilitet

Vi starter med å beregne egenkapitalrentabiliteten, hvilket uttrykker eierens avkastning på den investerte kapitalen. Og viser avkastningen til eierne etter renter, skatter og avgifter (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017, p. 170). Ettersom vi anvender normaliserte poster vil ikke fremtidig vurdering av selskapet påvirkes av unormale poster. Vi anvender normalisert nettoresultat i telleren. I nevneren bruker vi gjennomsnittlig kapital og som en forenkling antas det at innbetalinger og utbetalinger skjer i midten av året. Normalisert etterskuddsrentabilitet for egenkapitalen beregnes som følgende (Knivsflå, 2019g, p. 10):

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

Normalisert egenkapitalrentabilitet er vist i tabellen under:

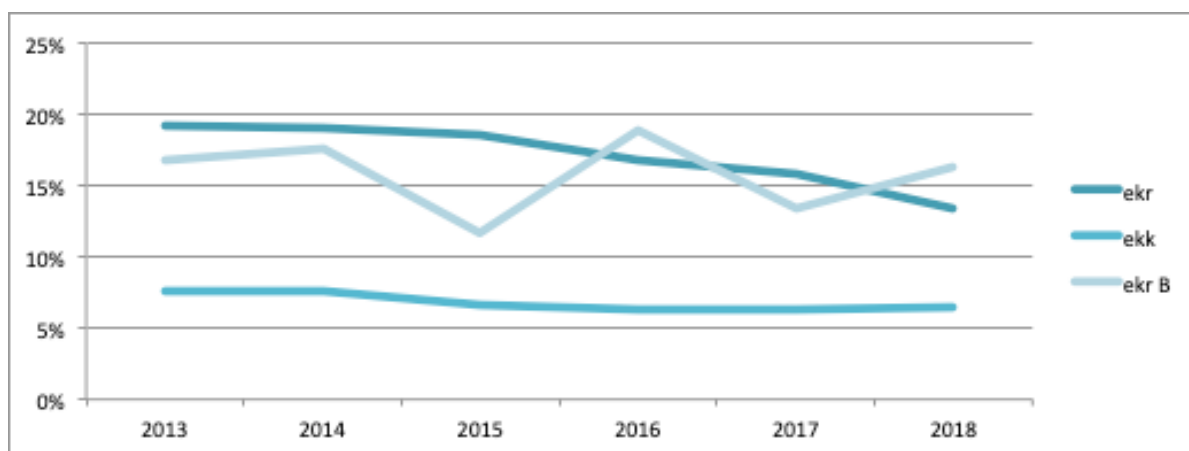
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn
NRE	1 846	1 897	2 132	2 357	2 435	2 559	2 373	2 228
EK	8939	9889	11165	12735	14557	16152	17802	13 034
Egenkapitalrentabilitet	20,6%	19,2%	19,1%	18,5%	16,7%	15,8%	13,3%	17,6%

Tabell 46 Normalisert egenkapitalrentabilitet 2012-2018

For å undersøke hvorvidt NorgesGruppen har en strategisk fordel sammenligner vi egenkapitalrentabiliteten med egenkapitalkravet, beregnet i kapittel 8. Den strategiske fordelene finnes ved å trekke egenkapitalkravet fra egenkapitalrentabiliteten. Vi ser også på bransjens egenkapitalrentabilitet. Resultatet er vist i tabellen under.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn.
ekr	19,2%	19,1%	18,5%	16,7%	15,8%	13,3%	17,1%
ekk	7,6%	7,5%	6,6%	6,2%	6,3%	6,4%	6,8%
ekr-ekk	11,5%	11,6%	11,9%	10,5%	9,6%	6,9%	10,3%
ekr	19,2%	19,1%	18,5%	16,7%	15,8%	13,3%	17,1%
ekr B	16,7%	17,6%	11,7%	18,9%	13,4%	16,2%	15,8%
"Superrentabilitet"	2,5%	1,5%	6,8%	-2,2%	2,4%	-2,9%	1,4%

Tabell 47 Superrentabilitet 2013-2018



Figur 36 Normalisert egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet høyere enn egenkapitalkravet hvilket tyder på at selskapet har evne til å generere en strategisk fordel. NorgesGruppen har en egenkapitalrentabilitet godt over egenkapitalkravet. Tabellen viser at NorgesGruppen i gjennomsnitt har en strategisk fordel på 10,3%. Vi ser også at bransjen i sin helhet ligger over egenkapitalkravet. At bransjen i 2015 hadde en lavere egenkapitalrentabilitet enn tidligere skyldes i hovedsak Coop sitt oppkjøp av ICA som førte til negativt resultat for året. Sammenlignet med bransjen har NorgesGruppen hatt høyere egenkapitalrentabilitet for hele analyseperioden, med unntak av

2016 og 2018. Dette tyder på at NorgesGruppen har hatt en svak, men strategisk fordel sammenlignet med bransjen. Som nevnt i den strategiske analysen anses NorgesGruppen å ha en strategisk fordel i form av stordriftsfordeler i innkjøp og deres posisjonering. For å kunne konkludere med dette må vi dekomponere den strategiske fordelene videre.

9.3 Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten

Vi dekomponerer egenkapitalrentabiliteten videre for å identifisere virkningen fra drift og finans. Dette gir oss innsikt i de underliggende forholdene som driver lønnsomheten og veksten. Vi anvender følgende formel (Knivsflå, 2019g, p. 32):

$$ekr - ekk = (ndr - ndk) \cdot (1 + nfgg) + (nfgk - nfgr) \cdot nfgg$$

ndr – Netto driftsrentabilitet

ndk – Netto driftskrav

nfgg – Netto finansiell gjeldsgrad

nfgr – Netto finansiell gjeldsrente

nfgk – Netto finansielt gjeldskrav

Ettersom vi har inkludert minoritetsinteressen i egenkapitalen inkluderes ikke minoritetsinteressen i dekomponeringen. Formelen viser at eierne får tilbake den rentabiliteten som driften netto kaster av seg. Dersom driftsrentabiliteten er høyere enn netto lånerente så ”lønner” det seg å låne (Knivsflå, 2019g, p. 17).

9.3.1 Analyse av finansieringsfordel

Finansieringsfordelen dekomponeres i finansieringsfordel til netto finansiell gjeld. Vi beregner denne ved å først finne finansieringsfordelen til finansiell gjeld og for finansielle eiendeler. Finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld (*FFNFG*) berignes som følgende (Knivsflå, 2019g, p. 49).

$$FFNFG = (nfgk - nfgr) \cdot nfgg$$

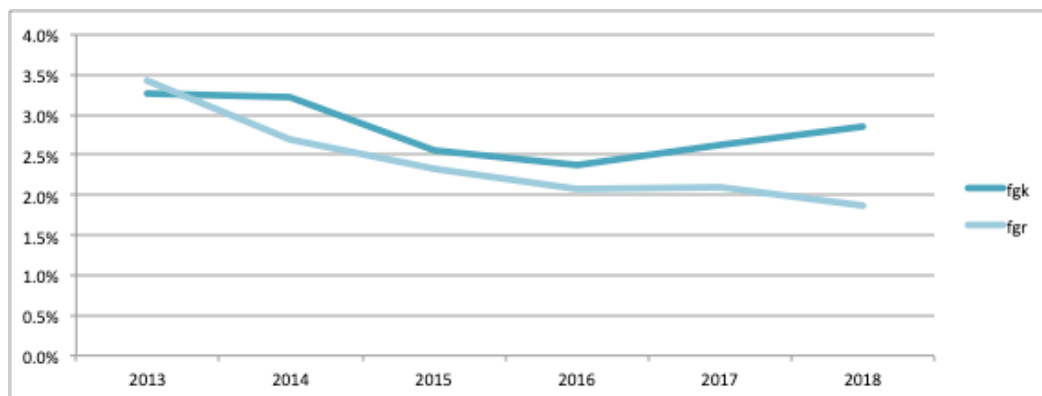
Vi starter med å identifisere finansieringsfordelen til finansiell gjeld, før vi beregner finansieringsfordelen til finansielle eiendeler. Disse oppsummeres til slutt som finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld.

Finansieringsfordel finansiell gjeld, FFFG

Eierne vil oppnå en fordel dersom virksomheten anvender finansiell gjeld og kravet er høyere enn lånerenten, slik at finansieringen er rimelig. Vi beregner finansieringsfordelen for finansiell gjeld som finansielt gjeldskrav minus finansiell gjeldsrentabilitet, og multipliserer med finansiell gjeldsgrad. Vi justerer nevneren slik at vi anvender gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital i året. Følgende formel benyttes (Knivsflå, 2019g, p. 51):

$$FFFG = (fgk - fgr) \cdot fgg$$

Vi ser at NorgesGruppen har en rentefordel ($fgk - fgr$), de har med unntak av i 2013 betalt en lavere rente enn det estimerte kravet, hvilket er positivt. I gjennomsnitt har denne rentefordelen vært 0,4% i analyseperioden. Vi ser også at den har økt over tid.



Figur 37 Rentefordel

Finansiell gjeldsgrad sier noe om forholdet mellom finansiell gjeld og egenkapitalen til virksomheten. NorgesGruppen har i gjennomsnitt hatt en finansiell gjeldsgrad på 50,9%, men denne har vært synkende hele perioden. Hvilket betyr at egenkapitaldelen er langt høyere enn den finansielle gjelden. Dette er isolert sett en positiv trend. Finansiell gjeldsgrad

skaleres driftsfordelen, slik at en reduksjon i finansiell gjeldsgrad potensielt vil redusere gearingfordelen, dette kommer vi tilbake til i avsnitt 9.3.2 (Knivsflå, 2019g, p. 53).

	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>Gj.sn</i>
fgk	3,27%	3,23%	2,57%	2,38%	2,62%	2,86%	2,82%
fgr	3,42%	2,69%	2,33%	2,07%	2,09%	1,86%	2,41%
fgk-fgr	-0,15%	0,53%	0,24%	0,30%	0,53%	1,00%	0,41%
fgg	62,34%	60,88%	57,99%	50,93%	40,43%	32,79%	50,89%
FFFG	-0,09%	0,33%	0,14%	0,15%	0,21%	0,33%	0,18%

Tabell 48 Finansieringsfordel finansiell gjeld

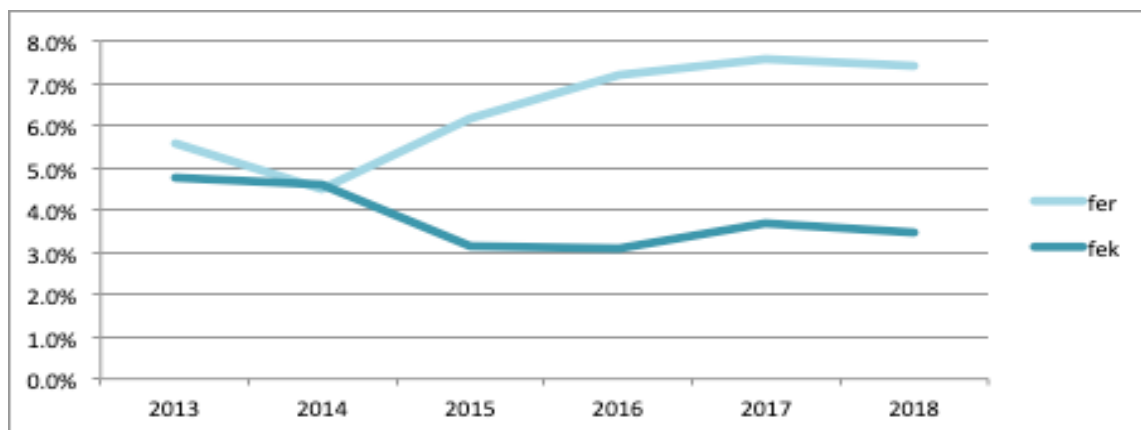
I tabellen ser vi at NorgesGruppen har hatt en finansiell gjeldsfordel gjennom hele perioden, med unntak av 2013. Fordelen drives i hovedsak av rentefordelen de oppnår, som vist i figur 37.

Finansieringsfordel finansielle eiendeler, FFFE

Neste steg er å identifisere finansieringsfordelen knyttet til de finansielle eiendelene. Det er en fordel for eierne av virksomheten at de har finansielle eiendeler dersom rentabiliteten er høyere enn kravet, slik at forvaltningen er lønnsom (Knivsflå, 2019g, p. 56). Finansieringsfordelen for finansielle eiendeler finner vi ved å trekke finansielle eiendelsrentabiliteten (*fer*) fra det finansielle eiendelskravet (*fek*), og multiplisere med finansiell eiendelsgrad (*feg*).

$$FFFE = (fer - fek) \cdot feg$$

Vi starter med å analysere differansen mellom finansiell eiendelsrentabilitet og det finansielle eiendelskravet. I gjennomsnitt har den finansielle eiendelsrentabiliteten vært 2,6% over det finansielle eiendelskravet. Vi ser også at denne differansen har økt de siste årene, hvilket er positivt for eierne av NorgesGruppen.



Figur 38 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

For å finne den finansielle eiendelsfordelen multipliserer vi differansen med den finansielle gjeldsgraden. Finansiell eiendelsgrad viser finansielle eiendeler i forhold til egenkapitalen. For NorgesGruppen har denne i gjennomsnitt vært 14,38% for analyseperioden. Finansieringsfordelen til finansielle eiendeler er vist i tabellen under.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn.
fer	5,59%	4,48%	6,17%	7,19%	7,59%	7,40%	6,40%
fek	4,74%	4,61%	3,11%	3,08%	3,69%	3,45%	3,78%
fer-fek	0,85%	-0,14%	3,05%	4,11%	3,90%	3,95%	2,62%
feg	17,16%	19,60%	17,38%	12,86%	10,09%	9,20%	14,38%
FFFE	0,15%	-0,03%	0,53%	0,53%	0,39%	0,36%	0,32%

Tabell 49 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

NorgesGruppen har for hele perioden hatt en gjennomsnittlig finansieringsfordel på 0,32% for finansielle eiendeler. For NorgesGruppen består finansielle eiendeler hovedsakelig av investeringseiendom. Posten er relativt liten ettersom investeringer i eiendom ikke er en del av deres driftsområde. De har likevel en finansieringsfordel som har økt de siste årene.

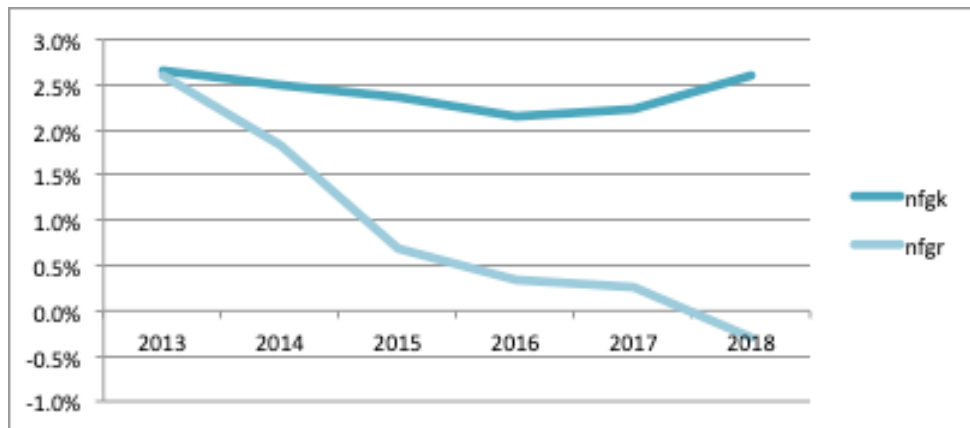
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld, FFNFG

Vi har nå identifisert finansieringsfordelen for finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Disse anvendes så for å analysere finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld. Vi anvender følgende formel (Knivslå, 2019g, p. 60).

$$FFNFG = (nfgk - nfgr) \cdot nfgg$$

$$FFNFG = FFFG + FFFE$$

Vi ser først på netto finansiell rentefordel. NorgesGruppen har gjennom hele analyseperioden betalt en netto rente under kravet vi estimerte i kapittel 8. Dette er positivt for eierne, differansen har i gjennomsnitt vært en nettorente 1,2% lavere enn kravet.



Figur 39 Finansiell rentefordel netto finansiell gjeld

Ettersom NorgesGruppen hadde en fordel i både finansielle eiendeler og finansiell gjeld vil de har en netto finansieringsfordel også. I gjennomsnitt har de hatt en finansieringsfordel for perioden på 0,5%. Fordelen er liten, men positiv.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn
FFFG	-0,09%	0,33%	0,14%	0,15%	0,21%	0,33%	0,18%
FFFE	0,15%	-0,03%	0,53%	0,53%	0,39%	0,36%	0,32%
FFNFG	0,05%	0,30%	0,67%	0,68%	0,61%	0,69%	0,50%

Tabell 50 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

9.3.2 Analyse av driftsfordel

Driftsfordelen kan dekomponeres i en strategisk driftsfordel og en gearingfordel. Den strategiske driftsfordelen kan dekomponeres videre i en bransjefordel og en ressursfordel. Vi starter med å analysere den strategiske driftsfordelen. Og anvender netto driftsrentabilitet, som viser driftsresultatet i forhold til gjennomsnittlig kapital bundet til driften. Kapitalen justeres og vi benytter gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital for året i nevneren.

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

NDR – Netto driftsresultat

NDE – Netto driftseiendeler

Den strategiske driftsfordelen (*SFD*) til NorgesGruppen finner vi ved å trekke netto driftskrav fra netto driftsrentabilitet. Netto driftskrav fant vi i avsnitt 8.7. Vi får da følgende resultat, som vi anvender for videre dekomponering:

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	<i>gj.sn</i>
ndr	14,0%	14,1%	13,4%	12,2%	12,2%	10,7%	12,8%
ndk	6,2%	6,2%	5,4%	5,2%	5,5%	5,8%	5,7%
SFD	7,8%	7,9%	7,9%	7,0%	6,7%	5,0%	7,0%

Tabell 51 Strategisk driftsfordel

Netto driftsrentabilitet ligger over kravet, hvilket impliserer en strategisk fordel. For analyseperioden har NorgesGruppen i gjennomsnitt hatt en strategisk fordel på 7%. Den strategiske fordelene har vært relativt stabil over perioden, med en liten nedgang fra 2016. Den strategiske fordelene kan videre dekomponeres i en bransjefordel og en ressursfordel. Fra den strategiske analysen fant vi at bransjen de opererer i opplever liten trussel fra kunder, men at intern rivalisering, leverandører, substitutter og delvis nykommere utgjør en trussel mot lønnsomheten. Ressursanalysen viste at NorgesGruppen har stordriftsfordeler i innkjøp og distribusjon som konkurrentene ikke har. Vi må dekomponere den strategiske driftsfordelen videre for å analysere bransje -og ressursfordelene.

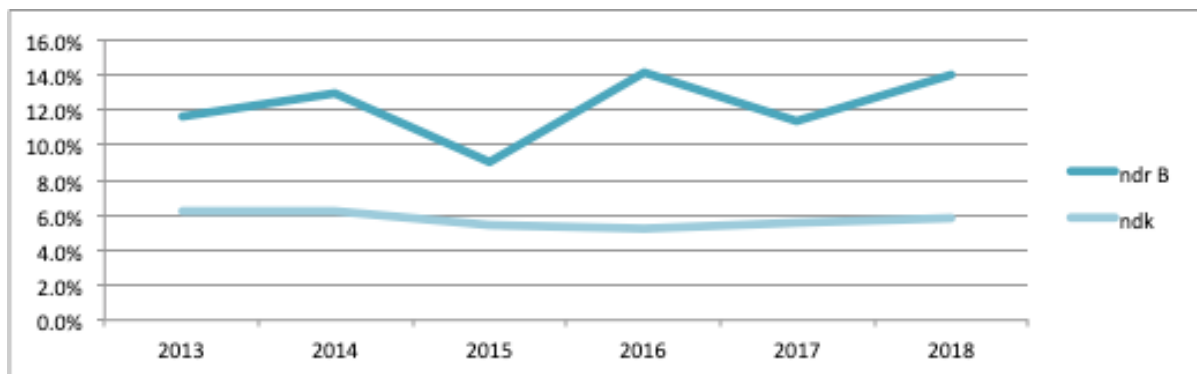
Bransjefordel

Bransjefordelen (*BFD*) finnes ved å dekomponere den strategiske driftsfordelen i bransjens netto driftsrentabilitet fratrukket netto driftskrav. Vi anvender netto driftskrav som funnet i avsnitt 8.7 også for bransjen. Driften i bransjen er tilnærmet lik NorgesGruppen og bør har tilnærmet samme krav. Vi antar at netto driftskrav for bransjen er tilnærmet likt netto driftskravet til NorgesGruppen, forenelig med Miller-Modigliani teorem 1 (Knivsflå, 2019h, p. 13).

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn
ndr B	11,6%	13,0%	9,0%	14,2%	11,4%	14,0%	12,2%
ndk	6,2%	6,2%	5,4%	5,2%	5,5%	5,8%	5,7%
BFD	5,4%	6,8%	3,6%	9,0%	5,9%	8,2%	6,5%

Tabell 52 Bransjefordel

Bransjen vil ha en strategisk bransjefordel dersom netto driftsrentabilitet for bransjen er høyere enn netto driftskrav. Bransjefordelen relatertes til Porters Five Forces og PESTEL analysen som ble gjennomført i kapittel 4. Fra analysen fant vi at de største truslene mot bransjens lønnsomhet er myndighetene og eventuelle tiltak for å fremme konkurranse. Rivalisering, substitutter, leverandører og delvis nykommere utgjør en trussel, men antas å påvirke lønnsomheten i mindre grad. Ser vi på SWOT analysen i kapittel 4.7, vil typisk bransjefordelen øke dersom bransjen står ovenfor muligheter og reduseres dersom omgivelsene eller bransjen opplever trusler. Bransjen i analyseperioden utnyttet muligheter knyttet til ny teknologi og dermed øke effektiviteten. Det kan også tenkes at egne merkevarer har økt forhandlingsmakten ovenfor leverandørene.



Figur 40 Bransjefordel

Av tabellen ser vi at bransjefordelen i gjennomsnitt har vært 6,5% i analyseperioden. Bransjefordelen har også vært relativt ujevn over perioden. I 2015 kan dette tilskrives Coop sitt oppkjøp av ICA med et påfølgende dårlig årsresultat. En positiv bransjefordel tyder på en strategisk fordel for bransjen. Hvilket underbygger påstanden om at konkurransen trolig ikke er like hard som dagligvareaktørene påstår. Vi har tidligere drøftet implikasjonene av at markedet er konsentrert og at ny teknologi gjør det mulig å overvåke konkurrentene. I avsnitt 4.6 fant vi at forholdene ligger til rette for koordinert prising, dette skal også

Konkurransetilsynet granske (NTB, 2018). Ettersom granskningen til konkurransetilsynet ikke er ferdig, har vi ingen holdepunkter for at koordinert prising pågår. Vi vet derimot at teknologi har gitt bransjen gode muligheter for effektivisering og overvåking av konkurrentene. Ny teknologi har gitt effektivitetsforbedringer, som har redusert kostnadene og gitt dem nye muligheter for målrettet markedsføring. Egne merkevarer er typisk mer lønnsom enn merkevarerne, og kan bidra til å presse leverandørene i forhandlingene. Alle disse faktorene er med på å forklare hvorfor netto driftsrentabilitet er høyere enn kravet.

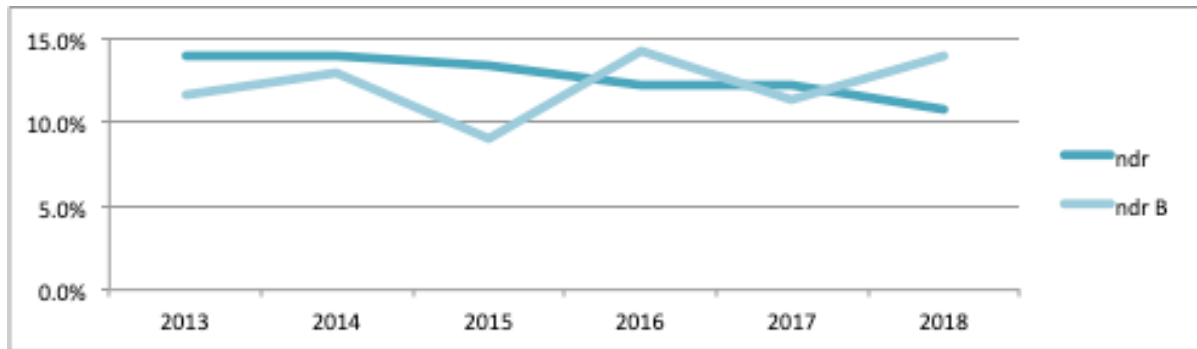
Ressursfordel

I tillegg til bransjefordelen dekomponerer vi den strategiske driftsfordelen i en ressursfordel (*RFD*). Ressursfordelen er et resultat av bedriftens særegne ressurser, det er en selskapsfordel. Sterke ressurser vil typisk øke ressursfordelen, mens svake ressurser reduserer den. Vi finner NorgesGruppen sin ressursfordel ved å trekke bransjens netto driftsrentabilitet fra virksomhetens netto driftsrentabilitet (Knivslå, 2019h, p. 18).

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn
ndr	14,0%	14,1%	13,4%	12,2%	12,2%	10,7%	12,8%
ndr B	11,6%	13,0%	9,0%	14,2%	11,4%	14,0%	12,2%
RFD	2,4%	1,1%	4,3%	-2,0%	0,8%	-3,2%	0,6%

Tabell 53 Ressursfordel

Virksomheten kan sies å ha en ressursfordel dersom netto driftsresultat er høyere for bedriften enn bransjen. Av tabellen ser vi at NorgesGruppen har hatt en ressursfordel gjennom hele analyseperioden med unntak av i 2016 og 2018. Coop trekker opp bransjegjennomsnittet etter oppkjøpet og overgangen fra ICA til Coop. De oppnådde sitt beste driftsresultat for analyseperioden i 2016, etter et negativt resultat i 2015. NorgesGruppen har i gjennomsnitt hatt en ressursfordel på 0,6%, som i hovedsak stammer fra stordriftsfordeler i innkjøp og distribusjon. Posisjoneringen deres er også en potensiell kilde til et konkurransefortrinn, de er i dag eneste av aktørene som har etablert seg som en nettbutikk i tillegg til de fysiske butikkene.



Figur 41 Ressursfordel

For å finne ut hvorvidt NorgesGruppens ressursfordel kan tilskrives en marginfordel og/eller omløpsfordel dekomponerer vi videre. For å gjøre dette anvender vi følgende formel (Knivsflå, 2019h, pp. 27-41):

$$ndr = ndm \cdot onde, \quad \text{hvor } ndm = \frac{NDR}{DI}$$

$$onde = \frac{DI}{NDE} = \frac{DI}{NDE_{t-1} + \frac{\Delta NDE_t - NDR_t}{2}}$$

Marginfordel, MF

Vi starter med å dekomponere ressursfordelen i en marginfordel og sammenligner med bransjen. Marginfordelen er et mål på lønnsomhet og måler bedriftens evne til å skape netto driftsresultat per krone i driftsinntekt. Marginfordelen kan stamme fra innkjøpspris, produktmiks eller høyere pris. For NorgesGruppen kan det antas at spesialvarer som selges hos supermarkedkjedene har en høyere margin enn andre varer. Vi antar også at marginfordelen stammer fra bedre innkjøpsbetingelser. Vi anvender følgende formel for å identifisere marginfordelen:

$$MF = (ndm - ndm_B) \cdot onde$$

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj. Sn
ndm	3,0%	3,1%	3,1%	3,1%	3,0%	2,7%	3,0%
ndm B	2,3%	2,6%	1,7%	2,6%	2,1%	2,5%	2,3%
onde	4,688	4,520	4,252	3,984	4,063	3,987	4,249
MF	3,4%	2,5%	5,9%	1,8%	3,6%	0,6%	3,0%

Tabell 54 Marginfordel

Vi ser av tabellen at NorgesGruppen har en marginfordel gjennom hele analyseperioden, også i 2016 og 2018 da ressursfordelen var negativ. I gjennomsnitt har NorgesGruppen hatt en marginfordel på 3% sammenlignet med bransjen. Dette tyder på at NorgesGruppen har bedre innkjøpsbetingelser enn konkurrentene, slik som beskrevet tidligere. Men det kan også skyldes produktmiks, ved at de selger varer med en høyere margin, eller til en høyere pris. Vi kan dekomponere marginfordelen videre i et ”common size” resultatregnskap. Postene som inngår i netto driftsresultat uttrykkes i prosent av driftsinntekter. Resultatet er vist i tabell 55.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj. Sn NG	Gj. Sn. B
Driftsinntekt	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Varekostnad	0,736	0,737	0,737	0,731	0,739	0,742	0,737	0,800
Lønnskostnad	0,120	0,117	0,117	0,123	0,117	0,117	0,119	0,071
Andre DK	0,086	0,085	0,085	0,086	0,082	0,084	0,084	0,082
Av og nedskrivinger	0,024	0,024	0,024	0,023	0,025	0,025	0,024	0,017
Driftsresultat egen virksomhet	0,032	0,036	0,037	0,037	0,036	0,032	0,035	0,028
Driftsrelatert skattekostnad	0,008	0,009	0,009	0,009	0,009	0,008	0,009	0,008
Netto driftsresultat egen virksomhet	0,024	0,027	0,028	0,028	0,027	0,024	0,026	0,021
Nettoresultat tilknyttet drift	0,005	0,004	0,004	0,003	0,003	0,003	0,004	0,002
Netto driftsresultat	0,030	0,031	0,031	0,031	0,030	0,027	0,030	0,023

Tabell 55 Common size

Vi anser denne analysen som spesielt viktig for dagligvarebransjen, hvor varekostnaden utgjør en betydelig andel av kostnadene. Bedre innkjøpsbetingelser, produktmiks eller høyere priser vil gi utslag direkte på driftsmarginen. Som vi ser i tabellen har NorgesGruppen betraktelig mindre varekostnad enn konkurrentene for samme periode. Mens bransjen i gjennomsnitt anvender 0,800 av hver krone på varer, anvender NorgesGruppen kun 0,737. Dette samsvarer godt med at NorgesGruppen har en strategisk fordel i innkjøp. I tabell 56 ser vi enda tydeligere at NorgesGruppen har en fordel i innkjøp. Rema 1000 har en vesentlig lavere lønnskostnad enn øvrige i bransjen. NorgesGruppen har en lønnskostnad som er dobbelt så høy som Coop og tre ganger så høy som Rema 1000. I tillegg til at

lønnskostnaden er høyere i NorgesGruppen enn for bransjen, er også andre driftskostnader og av- og nedskrivningene høyere. Differansen på disse postene er derimot liten, sammenlignet med varekostnad og lønnskostnad. Høyere av – og nedskrivninger er dessuten ikke nødvendigvis negativt, NorgesGruppen kan potensielt ha gjort nye investeringer i utstyr med kortere levetid.

Samlet sett ser vi at NorgesGruppen har en marginfordel sammenlignet med Coop, som skyldes lavere varekostnad. Rema 1000 har dog høyest netto driftsresultat, på grunn av lave lønnskostnader og lave av- og nedskrivninger.

	<i>NG</i>	<i>COOP</i>	<i>REMA1000</i>	<i>Bransje</i>
Driftsinntekt	1,000	1,000	1,000	1,000
Varekostnad	0,737	0,843	0,821	0,800
Lønnskostnad	0,119	0,058	0,037	0,071
Andre DK	0,084	0,081	0,082	0,082
Av og nedskrivninger	0,024	0,016	0,012	0,017
Driftsresultat egen virksomhet	0,035	0,002	0,048	0,028
Driftsrelatert skattekostnad	0,009	0,000	0,012	0,008
Netto driftsresultat egen virksomhet	0,026	0,001	0,036	0,021
Nettoresultat tilknyttet drift	0,004	0,000	0,002	0,002
Netto driftsresultat	0,030	0,001	0,038	0,023

Tabell 56 Dekomponering marginfordel

Omløpsfordel, OF

Vi har nå sett på marginfordelen og går videre til omløpsfordelen. Omløpet til netto driftskapital måler den evnen virksomheten har til å skape driftsinntekter per krone investert, og er et mål på effektivitet. Omløpet til netto driftskapital er driftsinntekt per krone investert, og finnes på følgende måte:

$$OF = (onde - onde_B) \cdot ndm_B$$

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj. Sn
onde	4,688	4,520	4,252	3,984	4,063	3,987	4,249
onde bransje	5,120	5,073	5,167	5,413	5,387	5,481	5,274
ndm bransje	2,3%	2,6%	1,7%	2,6%	2,1%	2,5%	2,3%
Omløpsfordel	-1,0%	-1,4%	-1,6%	-3,8%	-2,8%	-3,8%	-2,4%

Tabell 57 Omløpsfordel

Vi ser av tabellen at NorgesGruppen har hatt en omløpsulempe sammenlignet med bransjen. Ofte vil selskaper med høy margin har stor kapitalbinding, altså lavt omløp av netto driftseiendeler (Knivslå, 2019h, p. 27). Dette er tilfelle for NorgesGruppen, hvor ressursfordelen i sin helhet kommer fra marginfordelen i form av en kostnadsbesparelse i innkjøp.

Gearingfordel drift, GFD

I tillegg til å analysere den strategiske driftsfordelen ønsker vi å analysere hvorvidt NorgesGruppen har en gearingfordel. En gearingfordel i driften er en skalering av den strategiske driftsfordelen, altså å låne penger til investeringer i drift så lenge driften er lønnsom. Gearingfordelen er en fordel for eierne gitt at netto driftsrentabilitet er høyere enn netto driftskrav. Vi finner gearingfordelen ved å beregne differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav, og multiplisere denne med gearing. Gearing er lik netto finansiell gjeldsgrad og minoritetsgraden. Ettersom vi har inkluderte minoritetsinteressene i egenkapitalen, anvender vi følgende formel (Knivslå, 2019h, p. 64).

$$GFD = (ndr - ndk) \cdot gearing$$

$$gearing = nfgg = fgg - feg$$

Resultatet er vist i tabellen under:

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj. Sn
ndr	14,0%	14,1%	13,4%	12,2%	12,2%	10,7%	12,8%
ndk	6,2%	6,2%	5,4%	5,2%	5,5%	5,8%	5,7%
gearing	45,2%	41,3%	40,6%	38,1%	30,3%	23,6%	36,5%

GFD	3,5%	3,2%	3,2%	2,7%	2,0%	1,2%	2,6%
------------	------	------	------	------	------	------	------

Tabell 58 Gearingfordel drift

Vi ser at NorgesGruppen har en gearingfordel gjennom hele analyseperioden, den har dog vært synkende hele perioden. Vi ser at gearingfordelen reduseres når differansen mellom netto driftsresultat og netto driftskrav reduseres. Typisk vil det være bra å øke gearingen når netto driftsresultat er høyere enn netto driftskrav (Knivsflå, 2019h, pp. 63-69). En gearingfordel vil dog trolig ikke skape verdi for eierne ettersom verdien på selskapet er uavhengig av finansieringen, i følge Miller-Modigliani teorem 1 (Knivsflå, 2019h, p. 65). Økt gearing gir en større gearingfordel, driftsfordel og dermed økt strategisk eierfordel, men det øker også egenkapitalbetaen og egenkapitalkravet. Hvilket fører til økt risiko og høyere krav slik at netto verdi er lik null, jamfør Miller- Modigliani teorem 2 (Knivsflå, 2019h, p. 66).

NorgesGruppen har en ugiret strategisk fordel når netto driftsrentabilitet er større enn netto driftskrav. I gjennomsnitt har gearingfordelen for perioden vært 0,026, det kan dermed virke som fornuftig å øke gearingen i NorgesGruppen. Men det vil nødvendigvis ikke øke verdien for eierne.

9.3.3 Strategisk fordel oppsummert

I tabellen under har vi oppsummert den strategiske fordelene. Vi ser at bransjefordelen utgjør majoriteten av den strategiske driftsfordelen. Bransjen har opplevd gode muligheter i form av ny teknologi som har økt effektiviteten. Truslene har i hovedsak vært middels, og har antakeligvis ikke endret seg betydelig i analyseperioden. Hvilket har ført til en relativt stabil bransjefordel. Ressursfordelen besto av stordriftsfordeler i innkjøp, mens omløpsfordelen var negativ. Fordelen var negativ i 2016 og 2018, de hadde likevel en fordel knyttet til varekostnaden hele perioden, som vist i tabell 55 og 56.

Gearingfordelen er et resultat av finansiell gearing og skaper ikke nødvendigvis merverdi for eierne, den skalerer derimot opp driftsfordelen. Og NorgesGruppen har i gjennomsnitt hatt

en driftsfordel på 9,7%. Finansieringsfordelen er som nevnt innledningsvis ofte relativt liten, hvilket også er tilfellet for NorgesGruppen. Samlet sett har de en strategisk fordel på 10,3%.

	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>Gj.sn</i>
Ressursfordel drift	2,4%	1,1%	4,3%	-2,0%	0,8%	-3,2%	0,6%
Bransjefordel drift	5,4%	6,8%	3,6%	9,0%	5,9%	8,2%	6,5%
Strategisk fordel drift	7,8%	7,9%	7,9%	7,0%	6,7%	5,0%	7,0%
Gearingfordel	3,5%	3,2%	3,2%	2,7%	2,0%	1,2%	2,6%
Driftsfordel	11,3%	11,1%	11,2%	9,6%	8,8%	6,1%	9,7%
Finansieringsfordel NFG	0,1%	0,3%	0,7%	0,7%	0,6%	0,7%	0,5%
Strategisk fordel	11,4%	11,4%	11,8%	10,3%	9,4%	6,8%	10,3%

Tabell 59 Strategisk fordel

10. Fremtidsregnskap

Etter å ha studert historiske avkastningskrav i del 8 og lønnsomheten i del 9 skal vi nå gå over til å estimere et fremtidsregnskap. Hensikten med fremtidsregnskapet er å lage prognoser for regnskapet, balansen og kontantstrømmen. Som utgangspunkt for fremtidsregnskapet vil vi blant annet ta utgangspunkt i den innsikten som vi har opparbeidet oss gjennom den strategiske regnskapsanalysen i del 4. Vi starter derfor med et avsnitt om forventningene til fremtiden for NorgesGruppen, før vi nytter rammeverket for fremtidsregnskap. Rammeverket for fremtidsregnskap kan deles inn i fire forskjellige steg (Knivsflå, 2019i, p. 4). Det ulike stegene i fremtidsregnskapet er følgende:

Steg 1: Analyse av tidligere vekst

Steg 2: Velge en budsjettthorisont T

Steg 3: Budsjettering fra 1 til T

Steg 4: ”Steady state” etter T

10.1 Forventninger til fremtiden

For å kunne utarbeide et fremtidsregnskap for NorgesGruppen tar vi utgangspunkt i historiske regnskapstall og den strategiske analysen. Den strategiske analysen i kapittel 4 består av både interne og eksterne analyser av NorgesGruppen og bransjen de opererer i. Gjennom disse analysene har vi opparbeidet kunnskap og informasjon som benyttes i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.

Fra den eksterne bransjeanalysen vet vi at bransjen står ovenfor trusler fra intern rivalisering, leverandører og substitutter. I tillegg er det en middels/lav trussel fra nykommere. Den største trusselen er imidlertid resultatet av Konkurransetilsynets granskning, hvilket potensielt kan endre trusselbildet betydelig. Konkurransetilsynets granskning av bransjen antas å ville påvirke fremtidens dagligvaremarked, men i hvilken grad er usikkert. Konkurransedirektør Lars Sørgard (2018) foreslår å vurdere tiltak for å redusere makten på leverandørleddet, for å presse ned innkjøpsprisene. Dette kan gjøres ved en ”målrettet

reduksjon i importvernet på utvalgte produkter” (Sørgard, 2018). Hvilket vil gjøre leverandørleddet mindre konsentrert og gjøre det lettere for nye aktører å etablere seg.

Endringer i importvernet kan også gjøre det enklere for utenlandske kjeder å etablere seg. Andre nordiske land har en dagligvaremarkedsstruktur med noen store aktører, og flere mindre utfordrere. Finland har seks aktører med mindre enn 10% markedsandel, mens Sverige og Danmark har tre mindre aktører. Disse mindre utfordrerne inkluderer blant annet Lidl, Aldi og Netto, altså store utenlandske aktører (Sørgard, 2017). I Norge er det kun Bunnpris som kan regnes som en mindre aktør med 4% markedsandel, og det er fravær av utenlandske aktører. Sørgard (2017) påpeker at importvernet er en av grunnene til at utenlandske aktører har vanskelig for å etablere seg i Norge. I andre nordiske land kan aktørene nytte innkjøpsavtaler på konsernnivå, ettersom importvernet ikke er like strengt som i Norge (Sørgard, 2017).

Det er også foreslått andre tiltak for å få nye og potensielt utenlandske aktører til å etablere seg. Oslo Economics (2017) drøfter virkningen av å gjøre butikklokaler tilgjengelig for nye aktører. Som nevnt er dette et etableringshinder i den norske dagligvarebransjen. Et slikt tiltak kan ha god effekt på lokalt nivå dersom konsentrasjonen begrenses i et geografisk område og nye aktører slipper til. På den andre siden kan tiltaket forhindre at konkurrenter får etablert seg i nærheten av hverandre, slik at konkurransen svekkes.

Ser vi tiltakene i lys av Porter (2008) sitt rammeverk vil trusselen fra nyetableringer øke og leverandørmakten reduseres. For NorgesGruppen antar vi at et slikt inngrep vil øke deres forhandlingsmakt, spesielt på kort sikt. Dette vil føre til at store aktører som NorgesGruppen beholder sine gode innkjøpsbetingelser, ettersom leverandørene er avhengig av hylleplassen i butikkene. Dersom en eller flere aktører blir stor nok kan forhandlingsmakten til NorgesGruppen reduseres. Vi anser det likevel som usannsynlig at NorgesGruppen mister sin posisjon som markedsleder. Det er trolig mer sannsynlig at vi i Norge får flere mindre aktører, slik som andre nordiske land, på grunn av NorgesGruppen, Coop og Rema 1000 sin sterke posisjon. Økt konkurranse fra nye aktører vil antas likevel å tilspisse konkurransen og redusere marginene. Dette er en konsekvens av at volumveksten er begrenset, og det kan tenkes at pris vil anvendes for å beholde volum.

Hvilke tiltak som iverksettes er usikkert, vi antar at desto større NorgesGruppen sin markedsandel bli, jo større sannsynlighet er det for inngrep. Markedsandelen ligger allerede over 40%, hvilket anses som en alminnelig nedre grense for dominans (von der Fehr & Hjelmeng, 2018). Fremtidsregnskapet er utarbeidet med utgangspunkt i konstant markedsandel. I fremtidsregnskapet antar vi at de vil beholde sin posisjon som markedsleder, samt ressursfordelen i innkjøp og distribusjon.

Myndighetenes inngrep i dagligvaremarkedet antar vi vil føre til at NorgesGruppen utforsker alternative strategier. I dag har NorgesGruppen 81,3% av supermarkedssegmentet med profilhusene Meny og Spar/Eurospar (Menon Economics, 2018). En høyere prisstrategi, hvor de fokuserer på kvalitet og service vil i større grad differensiere NorgesGruppen fra de andre aktørene. Det vil gjøre de mindre avhengig av salgsvolum, da høyere priser veier opp for tapt volum. Med stordriftsfordeler i innkjøp kan det også være hensiktsmessig å fokusere mer på lavprisbutikkene. Lavere innkjøpspris enn konkurrentene kan isolert sett føre til at de kan sette en lavere utsalgspris, og dermed vinne volum. Alternativt kan det tenkes at NorgesGruppen vil fokusere på vekst i utlandet. De eier allerede butikker i Danmark, som nevnt tidligere. Hvorvidt de vil etablere seg i nye land er imidlertid usikkert da matutvalg og vaner ofte er tilpasset lokale markeder. Det er dermed vanskelig å forutse om de vil kunne anvende ressursfordelene i et annet marked enn Norge.

I fremtidsregnskapet har vi ikke lagt til grunn en spesiell strategi ettersom vi ikke har nok informasjon om hvilke strategi NorgesGruppen vil forfølge. Vi har derimot antatt konstant markedsandel, ettersom vekst ikke anses som mulig uten inngrep fra myndighetene. I avsnitt 10.4 går vi gjennom forventet utvikling i relevante budsjett drivere.

10.2 Analyse av tidligere vekst

Som et utgangspunkt for vekstanalysen tar vi utgangspunkt i driftsinntektsveksten (div). Driftsinntektsveksten er en avgjørende størrelse for virksomheten i fremtiden og er på mange måter den grunnleggende budsjett drivere (Knivsflå, 2019i, p. 7). Inntekter som en

virksomhet opparbeider seg gjennom driften vil være sentral for senere å kunne opprettholde resultatvekst.

10.2.1 Historisk driftsinntektsvekst

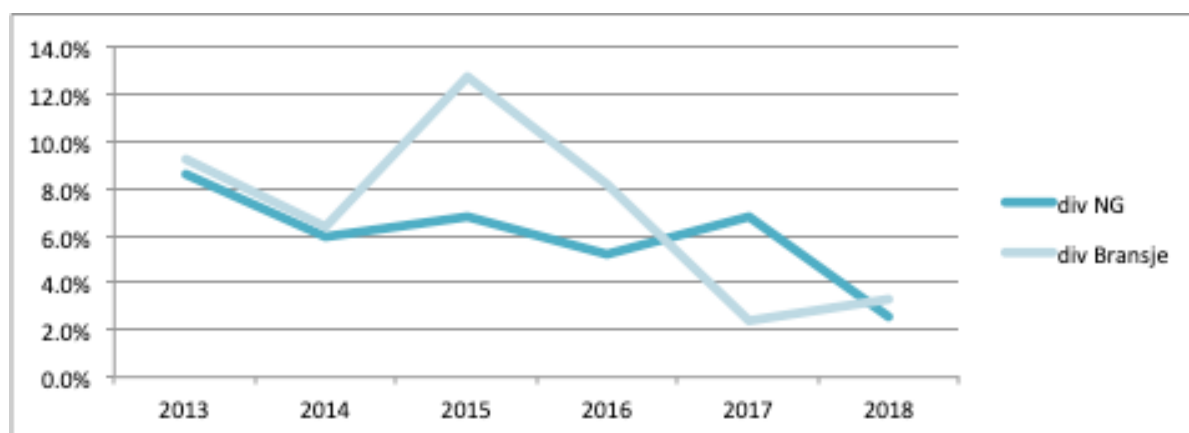
Vi starter med å se hvordan driftsinntektene har utviklet seg de siste årene. Fremtidige driftsinntekter beregnes med utgangspunkt i selskapets nåværende og fremtidige strategi, samt dagligvaremarkedets utvikling (Penman, 2013, pp. 520-521). Vi anvender Knivsflå (2019i, p. 22) sin formel for å finne veksten i driftsinntektene.

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

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn.
DI NG	62 003	67 310	71 297	76 129	80 069	85 539	87 721	
div NG		8,56%	5,92%	6,78%	5,17%	6,83%	2,55%	5,97%
DI Bransje	127 716	139 500	148 457	167 299	181 017	185 342	191 399	
div Bransje		9,23%	6,42%	12,69%	8,20%	2,39%	3,27%	7,79%

Tabell 60 Driftsinntektsvekst NorgesGruppen og bransjen

NorgesGruppen har hatt en jevn vekst i analyseperioden, med et gjennomsnitt på nesten 6%, sammenlignet med bransjen sitt gjennomsnitt på 7,8%. Vi ser at driftsinntektene til NorgesGruppen var lik som bransjen i 2013 og 2014. De to påfølgende årene var den derimot lavere. Grunnen til bransjens høye vekst kan skyldes at Coop vant kunder etter deres oppkjøp og omprofilering av ICA butikkene. I 2017 var det tilnærmet ingen prisvekst for matvarer, som vist i avsnitt 4.2.2 hvilket gav utslag for bransjen. Vi antar at det i hovedsak er Rema 1000 sin feilslåtte bestevønn strategi som førte til at NorgesGruppen vant kunder, og dermed volum som førte til driftsinntektsvekst. For 2018 har både bransjen og NorgesGruppen hatt relativt lav vekst sammenlignet med tidligere år. NorgesGruppen (2019, p. 5) begrunner den lave veksten med ”priskampanjer, flere lavprisbutikker og stor oppmerksomhet rundt matkasting og plastreduksjon”. Dette er faktorer som påvirker pris og volum, som antas å gjelde for hele bransjen.



Figur 42 Driftsinntektsvekst NorgesGruppen og bransjen

10.2.2 Historisk kapitalvekst

I tillegg til å analysere veksten i driftsinntektene, ønsker vi å analysere kapitalutviklingen og sammenligne den med bransjen. Vi analyserer normalisert egenkapitalvekst, hvor netto betalt utbytte (*NBU*) fastsettes residualt som fri kontantstrøm til egenkapital (*FKE*):

$$NBU_t = NRE_t - (EK_t - EK_{t-1})$$

Følgende formel anvendes til å finne veksten i egenkapitalen:

$$ekv = \left(1 - \frac{NBU}{NRE}\right) \cdot \left(\frac{NRE}{EK}\right) = (1 - eku) \cdot ekr$$

ekv – Egenkapitalvekst

eku – Egenkapitalutdeling

ekr – Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalveksten for NorgesGruppen og bransjen er vis i henholdsvis tabell 61 og 62.

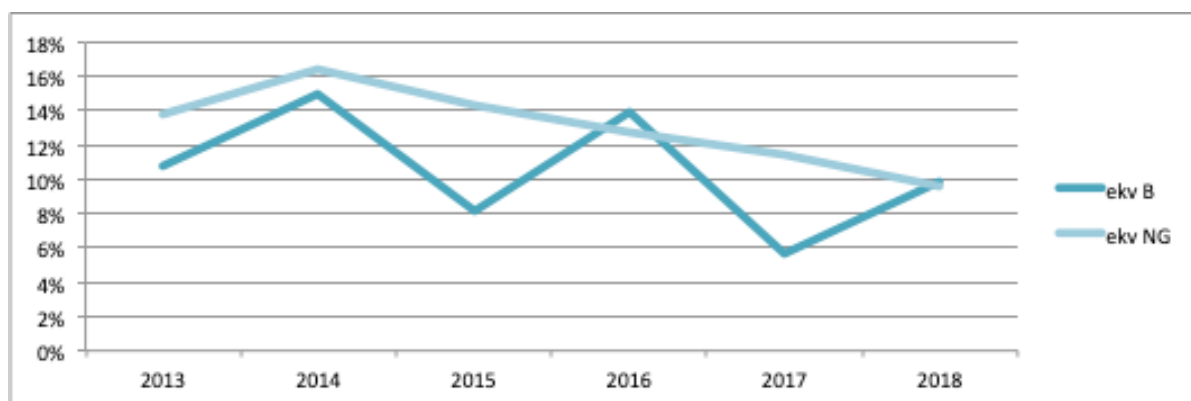
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn.
NBU	535	299	540	573	718	668	555
NRE	1 897	2 132	2 357	2 435	2 559	2 373	2 292
EK	9889	11165	12735	14557	16152	17802	13 717
eku	28,2%	14,0%	22,9%	23,5%	28,0%	28,2%	24,1%
ekr	19,2%	19,1%	18,5%	16,7%	15,8%	13,3%	17,1%
ekv	13,8%	16,4%	14,3%	12,8%	11,4%	9,6%	13,0%

Tabell 61 Egenkapitalvekst NorgesGruppen

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn.
NBU	1 046	508	792	1 224	2 128	1 856	1259
NRE	2 961	3 490	2 653	4 609	3 666	4 755	3689
EK	17 699	19 883	22 722	24 368	27 301	29 284	23543
eku	35,3%	14,6%	29,8%	26,6%	58,0%	39,0%	33,9%
ekr	16,7%	17,6%	11,7%	18,9%	13,4%	16,2%	15,8%
ekv	10,8%	15,0%	8,2%	13,9%	5,6%	9,9%	10,6%

Tabell 62 Egenkapitalvekst bransje

Som figuren viser har NorgesGruppen hatt en jevn nedgang i egenkapitalveksten fra 2014. Dette til tross for at egenkapitalandelen er økende, som vist tidligere i figur 31. For bransjen har svingningene vært noe større, i 2018 var veksten på nivå med NorgesGruppen.



Figur 43 Egenkapitalvekst NorgesGruppen og bransjen

I tillegg til egenkapitalveksten ser vi på hvordan netto driftskapital har utviklet seg over analyseperioden. Vi beregner vekst i netto driftskapital med følgende formel:

$$ndv_t = \frac{NDK_t - NDK_{t-1}}{NDK_{t-1}} = \left(1 - \frac{FKD_t - UNDR_t}{NDR_t}\right) \cdot ndr_t = (1 - ndu_t) \cdot ndr_t$$

Hvor:

FKD – Fri kontantstrøm drift

UNDR – Unormalt netto driftsresultat

ndr – Netto driftskrav

ndu – Netto utdelingsforhold fra netto driftskapital

Resultatet for NorgesGruppen og bransjen er vist i henholdsvis tabell 62 og 63.

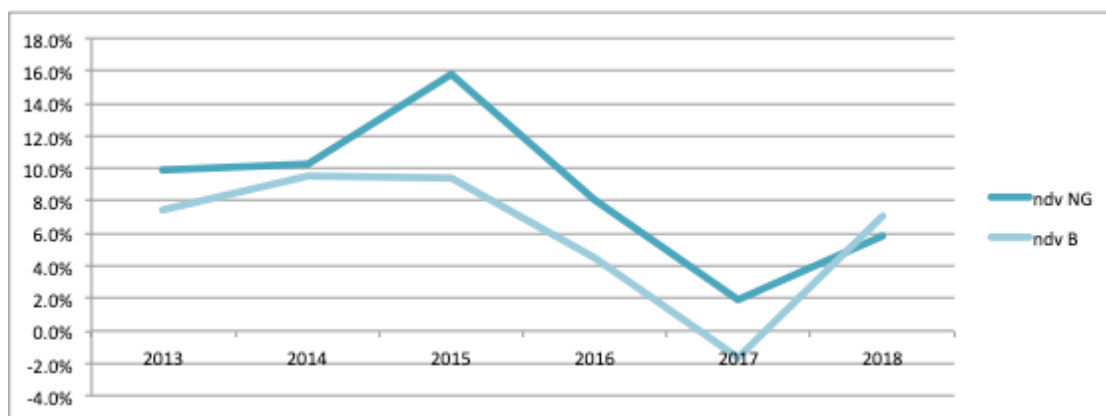
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn
FKD	442	401	-428	844	1865	1069	699
UNDR	-152	-196	0	17	-310	-1	-107
ndr	14,0%	14,1%	13,4%	12,2%	12,2%	10,7%	12,8%
NDR	2 013	2 217	2 392	2 454	2 572	2 361	2335
ndv	9,88%	10,27%	15,75%	8,10%	1,89%	5,87%	8,63%

Tabell 63 Normalisert vekst i netto driftskapital NorgesGruppen

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.sn
FKD	834	736	-96	3 002	4 142	2 202	1 803
UNDR	-170	-201	95	-104	-128	36	-79
ndr	11,6%	13,0%	9,0%	14,2%	11,4%	14,0%	12,2%
NDR	2741	3498	2489	4370	3877	4460	3 572
ndv	7,38%	9,51%	9,73%	4,11%	-1,16%	7,18%	6,12%

Tabell 64 Normalisert vekst i netto driftskapital bransje

Av tabellen ser vi at NorgesGruppen gjennom analyseperioden har hatt en høyere vekst i netto driftseiendeler enn bransjen. Veksten til NorgesGruppen er positiv for hele regnskapsperioden, men faller betydelig i 2017. Med unntak av 2017 har bransjen også hatt positiv vekst. I 2017 var utdelingsforholdet betydelig høyere enn resterende år, for NorgesGruppen var netto utdelingsforhold 0,85, mens det for bransjen var 1,1.



Figur 44 Normalisert vekst i netto driftskapital

10.3 Valg av budsjetthorisont

Knivsflå (2019) definerer budsjetthorisonten som ”det året T der budsjetteringa går fra ”fullstendig” til enkel framskriving ved at alle budsettdrivarane kan føresetast å være konstante, ”fryste” eller i ”steady state”” (Knivsflå, 2019i, p. 9).

Valg av budsjetthorisont er avhengig av tid til steady state og kvaliteten på regnskapsføringen (Knivsflå, 2019i, p. 9). Budsjetteringsperioden kan deles inn to perioder. En fra år 0 til år T og en fra konstant vekst til steady state, fra år T +1. Steady state er det tidspunktet da en virksomhet ikke klarer å oppnå meravkastning på fremtidig ekspansjonsinvesteringer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 118). Steady state forutsetter at alle budsjettdriverne er konstante, ikke bare at veksten er konstant (Knivsflå, 2019i, p. 9). Dersom det i regnskapene er brukt vesentlig verdibasert regnskapsføring kan en bruke en kortere budsjetthorisont. Da selv den korte budsjetthorisonten vil fange opp verdiene (Knivsflå, 2019i, p. 12). Andre mener at en kan ta utgangspunkt i en budsjettperiode på over fem år dersom bransjen er syklisk, det er en vekstbransje eller en er i en bransje med stor superprofitt. For å avgjøre hvor lang T skal være kan en se på hvor nærme virksomheten er konstant vekst. Dersom virksomheten er nærme konstant vekst trenger T ikke være så lang. I modne og stabile bransjer kan virksomheten være tilnærmet steady state (Knivsflå, 2019i, pp. 10-11). Siden regnskapstallene for NorgesGruppen er stabile velger vi å følge anbefalingen om å fremskrive denne stabiliteten i tiden fremover. Vi kommer til å

framskrive regnskapet til 2028, hvor det antas at de når steady state. I tillegg vil vi framskrive konstant vekst i to år etter den budsjetterte perioden.

10.3.1 Valg av detaljnivå

Detaljnivået vil være avhengig av antall budsjett drivere. Antallet budsjett drivere avhenger av budsjettperioden. Har en kort budsjettperiode kan en estimere de ulike postene med relativt god presisjon. Opererer en derimot med en lang budsjett horisont er det sannsynlig at estimatene langt frem i tid vil ha noe større usikkerhet og det kan være fordelaktig å bruke flere og mer detaljerte budsjett drivere. Vi kommer til å ta utgangspunkt i budsjettperiode fra 2019 til 2030, inkludert i denne perioden er to år med konstant vekst. Med tanke på usikkerhet vil det generelt være bra å fokusere på de viktigste budsjett driverne (Knivsflå, 2019i, p. 32). Vi har valgt å fokusere på driftsinntektsveksten, omløpet til netto driftseiendeler, netto driftsmargin, netto finansiell gjeldsdel og netto finanskostnad.

10.3.2 Valg av framskrivningsteknikk

Utgangspunktet for framskrivningen av det ulike budsjett driverne vil være den historiske utviklingen i budsjett driverne, samt informasjon fra den strategiske analysen i del 4. De kortsiktige framskrivningene er noe mer forutsigbare da vi har informasjon om forhold som kan påvirke budsjett driverne. Når vi skal framskrive regnskapet langsiktig tar vi utgangspunkt i at flere regnskapstall er tilbakevennende til gjennomsnittet i bransjen eller gjennomsnittet over tid. Driftsinntekter kan konvergere mot langsiktig økonomisk vekst og netto driftsmargin vil ofte konvergere mot gjennomsnittet i bransjen (Knivsflå, 2019i, p. 46). Forutsatt at en ikke tror at fremtiden vil føre til en ”ny økonomi” er det en grense for den nominelle veksten på lang sikt. Grensen for den nominelle veksten på lang sikt er knyttet til at veksten ikke kan være større enn ventet realvekst i verdsøkonomien pluss forventet global inflasjon (Knivsflå, 2019i, p. 66). Budsjett driverne er usikre og for å ta hensyn til dette vil vi utføre en simulering og sensitivitetsanalyse.

10.4 Budsjett drivere

10.4.1 Budsjett driver 1- Driftsinntektsveksten

Når en skal budsjettere veksten i fremtidige driftsinntekter kan en ta utgangspunkt i den strategiske regnskapsanalysen fra kapittel 4. Dette inkluderer både den strategiske vekstanalysen og den regnskapsbaserte vekstanalysen. Ved å ta i bruk følgende formel kan en budsjettere fremtidig driftsinntektsvekst (Knivsfå, 2019i, p. 68):

$$DI_t = (1 + div_t) \cdot DI_{t-1}, \text{ hvor } div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}} = \frac{\Delta DI_t}{DI_{t-1}}$$

Knivsfå (2019i, p. 71) foreslår å fastsette driftsinntektsveksten (*div*) indirekte for første året, ved å framskrive omløpet til netto driftskapital (*onde*). Grunnen til dette er at omløpet til netto driftseiendeler ofte er mer stabilt enn driftsinntektsveksten. Formelen for driftsinntektsveksten i 2019 er vist nedenfor.

$$div_{2019} = \frac{DI_{2019} - DI_{2018}}{DI_{2018}} = \frac{onde_{2019} \cdot NDE_{2018} - DI_{2018}}{DI_{2018}}$$

Vi fastsetter omløpet til netto driftseiendeler ved å se på historisk utvikling. I gjennomsnitt har omløpet til NorgesGruppen vært 4,25 i analyseperioden. Bransjen har i gjennomsnitt hatt et omløp på 5,3. Differansen mellom NorgesGruppen og bransjen har økt over analyseperioden, vi antar at dette er tilfellet også for 2019. Vi setter omløpet til netto driftsmargin til 3,9 i 2019, hvilket gir en driftsinntektsvekst på 5,9%.

Ser vi på den historiske veksten vi fant i avsnitt 10.2 hadde NorgesGruppen en gjennomsnittlig vekst på 6% over analyseperioden, mens bransjen hadde en vekst på 8%. NorgesGruppen hadde i 2018 den laveste driftsinntektsveksten for hele analyseperioden. Konsekvensen av konkurransetilsynets utredning er fortsatt uklar, men NorgesGruppen kan trolig ikke vokse ubegrenset uten konsekvenser. Hvorvidt lavere/ ingen vekst blir en del av NorgesGruppen sin strategi, eller om konkurransetilsynet griper inn og kontrollerer veksten er uklart. Vi antar likevel at den gjennomsnittlige veksten de har hatt i analyseperioden ikke er representativ for fremtidig vekst. Gitt en fremtidig risikofri rente på 2,9%, antar vi at en realvekst på 1,1% er rimelig. I steady state antas derfor driftsinntektsveksten å være 4,0%, veksten vil gradvis reduseres til dette nivået fra 2020 til 2027.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
onde	3,99	3,9					
NDE	23 828						
DI	87721	92932	98248	103656	109140	114679	
div	2,55%	5,94%	5,72%	5,51%	5,29%	5,08%	
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
	120252	125889	131575	137290	142782	148493	154433
	4,86%	4,69%	4,52%	4,34%	4,00%	4,00%	4,00%

Tabell 65 Budsjettdriver 1

10.4.2 Budsjettdriver 2 - Omløpet til netto driftseiendeler

Budsjettsteg 2 er å estimere omløpet til netto driftseiendeler med følgende formel:

$$NDE_{t-1} = \frac{DI_t}{onde_t}, \text{ slik at } onde_t = \frac{DI_t}{NDE_{t-1}}$$

For å budsjettere omløpet til netto driftseiendeler (*onde*) anvender vi de budsjetterte driftsinntektene i steg 1. Driftsinntektene divideres på fjorårets netto driftseiendeler (*NDE*) for å finne omløpet, som vist i formelen over. Mens omløpet til NorgesGruppen har vært synkende i regnskapsperioden, har bransjen økt. I følge Knivsflå (2019j, p. 9) kan bransjegjennomsnittet være et rimelig estimat på omløpet i steady state. NorgesGruppen har hele analyseperioden har hatt et lavere omløp enn bransjen, gjennomsnittet for NorgesGruppen er 4,25, mens det for bransjen er 5,27. Vi velger å sette omløpet til netto driftseiendeler til 4,30 i steady state. Omløpet antas å være marginalt høyere enn gjennomsnittet for analyseperioden, men fortsatt lavere enn bransjen. Grunnen til at bransjen har høyere omløp enn NorgesGruppen skyldes i hovedsak at Rema 1000 har en mer effektiv drift. Ressursfordelen til NorgesGruppen stammer fra marginfordelen, ikke omløpet og vi antar at slik vi det være i steady state også.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
DI	87 721	92 932	98 248	103 656	109 140	114 679
onde	3,987	3,900	3,944	3,989	4,033	4,078
NDE	23828	24911	25989	27062	28125	29173
	2024	2025	2026	2027	2028	2029
	120 252	125 889	131 575	137 290	142 782	148 493
	4,122	4,167	4,211	4,256	4,300	4,300
	30215	31245	32262	33205	34533	35915

Tabell 66 Budsjettdriver 2

10.4.3 Budsjettdriver 3- Netto driftsresultat

$$NDR_t = ndm_t \cdot DI_t \rightarrow ndm_t = \frac{NDR_t}{DI_t}$$

For å beregne netto driftsresultat anvender vi driftsinntektene fra steg 1 og multipliserer med prognosen til marginen. Netto driftsmargin har vært relativt stabil gjennom hele analyseperioden, med et gjennomsnitt på 3% for NorgesGruppen. Bransjen har i samme periode hatt en gjennomsnittlig netto driftsmargin på 2,3%. Budsjettert netto driftsmargin baserer vi på den strategiske analysen fra kapittel 4, samt forventningene til fremtiden i avsnitt 10.1. Hvilken strategi NorgesGruppen vil følge i fremtiden er usikkert. Det kan tenkes at de vil skifte mot en prisstrategi med fokus på høyere priser og kvalitet. Dette vil trolig føre til en økning i netto driftsmargin. På den andre siden kan det tenkes at de vil fokusere på lavprisbutikker, slik trender har vært i bransjen.

Vi velger å ta utgangspunkt i netto driftskravet i steady state og legger på en strategisk driftsfordel for å finne netto driftsrentabilitet, jamfør Knivsfå (2019j, pp. 18-27). Netto driftskravet blir beregnet i avsnitt 8.7 og er 6,5% i steady state. Den strategiske driftsfordelen har i gjennomsnitt vært 7% i analyseperioden. Og består av en bransjefordel (6,45%) og en ressursfordel (0,55%). Bransjefordelen antas å reduseres betydelig som et resultat av tiltak som forventes å innføres for å øke konkurransen. Ressursfordelen som i hovedsak er stordriftsfordeler knyttet til innkjøp og distribusjon antas å bestå også i fremtiden.

Skjønnsmessig har vi satt den strategiske driftsfordelen til 4% i steady state, hvor ressursfordelen er 0,6% og bransjefordelen 3,4%. Med dette som utgangspunkt beregner vi netto driftsrentabilitet og netto driftsmargin.

$$ndr_T = ndk_T + SFD_T = 0,065 + 0,04 = 0,105$$

$$ndm_T = \frac{ndr_T}{onde_T} = \frac{0,105}{4,3} = 0,0244$$

Netto driftsmargin settes til 2,44% i steady state. Nedgangen i netto driftsmargin er forenelig med økt konkurranse fra nye aktører eller substitutter. Samt at rivalisering innad i markedet vil drive netto driftsmargin mot gjennomsnittet i bransjen.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ndm	2,69%	2,67%	2,60%	2,58%	2,55%	2,53%
DI	87 721	92 932	98 248	103 656	109 140	114 679
NDR	2361	2481	2554	2669	2783	2896
	2024	2025	2026	2027	2028	2029
	2,50%	2,49%	2,48%	2,46%	2,44%	2,44%
	120 252	125 889	131 575	137 290	142 782	148 493
	3006	3132	3258	3383	3484	3623

Tabell 67 Budsjettdriver 3

10.4.4 Budsjettdriver 4 – Netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld kan budsjetteres direkte ved formelen under (Knivsfå, 2019j, p. 30). Eller gjennom en separat budsjettering av finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Vi velger å budsjettere finansiell gjeld og finansielle eiendeler separat.

$$NFG_t = nfgd_t \cdot NDE_t$$

Budsjettering av finansiell gjeld

For å beregne finansiell gjeld multipliserer vi prognosen til finansiell gjeldsdel med netto driftseiendeler fra steg 2. Vi anvender følgende formel (Knivsfå, 2019j, p. 32):

$$FG_t = fgd_t \cdot NDE_t$$

For å fremskrive finansiell gjeldsdel foreslår Knivsflå (2019j, p. 31) å se på bransjen eller selskapets gjennomsnitt. Eventuelt ta utgangspunkt i en vanlig kapitalstruktur i næringslivet. Vi ser først på utviklingen i bransjen, fra regnskapsanalysen i kapittel 6 finner vi en gjennomsnittlig finansiell gjeldsdel på 43,5%. For NorgesGruppen har finansiell gjeldsdel vært 35% over analyseperioden. Både bransjen og NorgesGruppen har hatt en avtakende finansiell gjeldsdel. Ser vi på Oslo Børs er typisk finansiell gjeldsdel ca. 50% og for ikke børsnoterte selskaper er den ofte høyere enn dette (Knivsflå, 2019j, p. 32). NorgesGruppen har således en lav finansiell gjeldsandel. Vi anser gjennomsnittet fra Oslo Børs som for høyt, og velger å vekte gjeldsdelen til NorgesGruppen og bransjen likt. Finansiell gjeldsdel antas dermed å øke lineært til 39% i steady state.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
NDE	23 828	24 911	25 989	27 062	28 125	29 173
fgd	24,4%	25,8%	27,3%	28,8%	30,2%	31,7%
FG	5810	6438	7097	7785	8502	9246
2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
30 215	31 245	32 262	33 205	34 533	35 915	37 351
33,2%	34,6%	36,1%	37,5%	39,0%	39,0%	39,0%
10017	10816	11639	12465	13468	14007	14567

Tabell 68 Budsjettdriver 4

Budsjettering av finansielle eiendeler

Vi anvender følgende formel for å budsjettere finansielle eiendeler (Knivsflå, 2019j, p. 36):

$$FE_t = fed_t \cdot NDE_t$$

Vi følger samme prosedyre som ved estimeringen av finansiell gjeldsdel, og anvender netto driftseiendeler fra steg 2. I følge Knivsflå (2019j, p. 32) er finansiell eiendelsandel om lag 20% for børsnoterte selskap. NorgesGruppen har for analyseperioden hatt en gjennomsnittlig finansiell eiendelsdel på 10%. Til sammenligning har bransjen i samme periode hatt et gjennomsnitt på 18%. Gjeldsdelen til NorgesGruppen har vært synkende de siste årene,

mens bransjen har hatt en økende andel. Vi antar at NorgesGruppen vil ha en noe høyere finansiell eiendelsandel i steady state og setter andelen til 12%.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
NDE	23 828	24 911	25 989	27 062	28 125	29 173	
fed	7,7%	8,1%	8,5%	9,0%	9,4%	9,8%	
FE	1826	2017	2217	2426	2643	2868	
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
	30 215	31 245	32 262	33 205	34 533	35 915	37 351
	10,3%	10,7%	11,1%	11,6%	12,0%	12,0%	12,0%
	3101	3343	3591	3841	4144	4310	4482

Tabell 69 Budsjettdriver 4 finansiell eiendelsdel

Netto finansiell gjeld

Vi anvender budsjettert finansiell gjeld og eiendeler til å beregne netto finansiell gjeld. I steady state vil netto finansiell gjeldsdel være 27%. Resultatet er vist i tabellen under.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
nfgd	16,7%	17,7%	18,8%	19,8%	20,8%	21,9%	
NDE	23828	24911	25989	27062	28125	29173	
NFG	3 984	4 422	4 880	5 360	5 859	6 378	
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
	22,9%	23,9%	24,9%	26,0%	27,0%	27,0%	27,0%
	30 215	31 245	32 262	33 205	34 533	35 915	37 351
	6 916	7 473	8 048	8 624	9 324	9 697	10 085

Tabell 70 Budsjettsteg 4 netto finansiell gjeld

10.4.5 Budsjettdriver 5 – Netto finanskostnad

Vi gjennomfører en separat budsjettering av netto finanskostnad og netto finansinntekt, og anvender følgende formler (Knivsflå, 2019j, p. 41):

$$NFK_t = fgr_t \cdot FG_{t-1}$$

$$NFI_t = fer_t \cdot FE_{t-1}$$

Vi antar at det norske kapitalmarkedet er velfungerende og at netto finansiell gjeld er balanseført eller justert til virkelig verdi. Slik at netto finansiell gjeldsrente reflekterer netto finanskrav. Vi budsjetterer derfor med at netto finansiell rente er lik kravet. Fremtidskravene estimeres i kapittel 11, og anvendes for å budsjettere netto finanskostnad og netto finansinntekt.

Netto finanskostnad

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
fgr	1,87%	2,62%	2,74%	2,86%	2,97%	3,09%
FG	5810	6438	7097	7785	8502	9246
NFK	-109	-152	-176	-203	-231	-262
2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
3,20%	3,32%	3,43%	3,55%	3,66%	3,66%	3,66%
10017	10816	11639	12465	13468	14007	14567
-296	-332	-371	-413	-456	-493	-513

Tabell 71 Budsjettsteg 5 netto finanskostnad

Netto finansinntekt

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
fer	3,45%	3,86%	4,04%	4,22%	4,40%	4,57%
FE	1 826	2 017	2 217	2 426	2 643	2 868
NFI	121	71	81	93	107	121

2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
4,75%	4,93%	5,11%	5,28%	5,46%	5,46%	5,46%
3 101	3 343	3 591	3 841	4 144	4 310	4 482
136	153	171	190	210	226	235

Tabell 72 Budsjettsteg 5 netto finansinntekt

10.5 Fremtidsregnskap, balanse og kontantstrøm

10.5.1 Framtidsregnskap

Det er sannsynlig at det også i fremtiden vil være unormale poster. Grunnet usikkerheten i størrelse og tidspunkt har vi ikke mulighet til å predikere disse postene. Det er likevel sannsynlig at slike poster vil utjevne hverandre over tid, og dermed ikke skape for mye feilmargin i våre prognoser. Fremtidsregnskapet er presentert under, postene er oppgitt etter skatt.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
DI	87 721	92 932	98 248	103 656	109 140	114 679
NDR	2361	2481	2554	2669	2783	2896
NFI	121	71	81	93	107	121
NRS	2482	2552	2636	2763	2890	3016
NFK	-109	-152	-176	-203	-231	-262
NRE	2 373	2 399	2 460	2 560	2 658	2 754
UNDR	-1					
UNFR	5					
FNR	2377	2399	2460	2560	2658	2754
NBU	668	1754	1840	1967	2095	2224
Endr EK	1 709	646	620	593	563	530

<i>2024</i>	<i>2025</i>	<i>2026</i>	<i>2027</i>	<i>2028</i>	<i>2029</i>	<i>2030</i>
120 252	125 889	131 575	137 290	142 782	148 493	154 433
3006	3132	3258	3383	3484	3623	3768
136	153	171	190	210	226	235
3143	3285	3428	3573	3694	3850	4004
-296	-332	-371	-413	-456	-493	-513
2 847	2 953	3 057	3 160	3 237	3 356	3 491
2847	2953	3057	3160	3237	3356	3491
2343	2479	2616	2793	2609	2348	2442
503	474	442	367	628	1 008	1 049

Tabell 73 Fremtidsregnskap

10.5.2 Framtidsbalanse

	<i>2018</i>	<i>2019</i>	<i>2020</i>	<i>2021</i>	<i>2022</i>	<i>2023</i>
NDE	23 828	24 911	25 989	27 062	28 125	29 173
FE	1 826	2 017	2 217	2 426	2 643	2 868
SSE	25654	26927	28205	29487	30768	32041
EK	19844	20489	21109	21702	22265	22796
FG	5810	6438	7097	7785	8502	9246
SSK	25654	26927	28205	29487	30768	32041
<i>2024</i>	<i>2025</i>	<i>2026</i>	<i>2027</i>	<i>2028</i>	<i>2029</i>	<i>2030</i>
30 215	31 245	32 262	33 205	34 533	35 915	37 351
3 101	3 343	3 591	3 841	4 144	4 310	4 482
33316	34588	35853	37046	38677	40224	41833
23299	23773	24214	24581	25209	26218	27266

10017	10816	11639	12465	13468	14007	14567
33316	34588	35853	37046	38677	40224	41833

Tabell 74 Fremtidsbalanse

10.5.3 Fri kontantstrøm til egenkapital

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
NDR	2 361	2 481	2 554	2 669	2 783	2 896
UNDR	-1	-	-	-	-	-
Endr NDE	1 291	1 083	1 078	1 073	1 063	1 048
FRI KS DR	1069	1399	1476	1596	1720	1847
NFI	121	71	81	93	107	121
UNFI	59	-	-	-	-	-
Endr FE	254	191	200	209	217	225
FRI KS SSK	996	1278	1358	1481	1609	1743
NFK	-109	-152	-176	-203	-231	-262
UNFK	-55	0	0	0	0	0
Endr FG	-164	628	659	689	717	743
FRI KS EK	668	1754	1840	1967	2095	2224
2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
3 006	3 132	3 258	3 383	3 484	3 623	3 768
-	-	-	-	-	-	-
1 041	1 031	1 016	943	1 328	1 381	1 437
1965	2101	2241	2440	2156	2242	2332
136	153	171	190	210	226	235
-	-	-	-	-	-	-

233	241	249	249	303	166	172
1868	2013	2163	2380	2062	2302	2395
-296	-332	-371	-413	-456	-493	-513
0	0	0	0	0	0	0
772	798	823	826	1003	539	560
2343	2479	2616	2793	2609	2348	2442

Tabell 75 Fri kontantstrøm til egenkapital

11. Fremtidskrav og rentabilitetsanalyse

Fremtidskravet som vi estimerer i denne delen av oppgaven vil bli tatt i bruk som diskonteringsrente i kapittel 12. Vi ønsker å henvise til kapittel 8 for mer informasjon om avkastningskrav. I følgende avsnitt kommer vi til å analysere fremtidig risikofri rente, markedsrisikopremie, egenkapitalbeta og illikviditetspremie. Videre vil vi se på de fremtidige avkastningskravene og tilhørende betaer, i tillegg til å analysere fremtidig strategisk fordel.

11.1 Fremtidig egenkapitalkrav

11.1.1 Fremtidig risikofri rente

For å gi et estimat på fremtidig risikofri rente vil vi ta i bruk tre måneders Nibor rente. I perioden fra 1996 til 2018 har denne hatt et gjennomsnitt på 3,6% (Knivsfå, 2019k, p. 24). I tillegg vil vi ta utgangspunkt i dagens 10 års statsobligasjonsrente. Per 27.03.2019 er denne satt til 1,57% (Norges Bank, 2019a). Samlet gir dette et estimat på den langsiktige renten i steady state på 2,92% utregnet med utgangspunkt i følgende formel.

$$\text{Langsiktig rente} = \frac{2}{3} \cdot \text{gjennomsnittlig månedlig Nibor} + \frac{1}{3} \cdot \text{dagens statsobligasjonsrente}$$

Vi nytter framskrivningsfilosofien som sier at den risikofrie renten vil være tilbakevendende til gjennomsnittet. Denne filosofien sier altså at dagens lave renter på sikt vil reversere mot en normalrente i ”steady state” (Knivsfå, 2019k, p. 21). For å finne et estimat på risikofri rente etter skatt tar vi utgangspunkt i en skattesats på 22% fra 2019 til 2030. Kredittrisikopremien setter vi lik null, da vi anser den norske stat som sikker med kredittrating AAA. Vi tar utgangspunkt i 3 måneders Nibor rente og forutsetter konstant vekst frem til 2028. Dette vil gi oss følgende tabell over estimerte fremtidig risikofrirente etter skatt.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Nibor 3m	1,57%	1,72%	1,87%	2,02%	2,17%	2,32%	2,47%	2,62%	2,77%	2,92%	2,92%	2,92%
rf før skatt	1,57%	1,72%	1,87%	2,02%	2,17%	2,32%	2,47%	2,62%	2,77%	2,92%	2,92%	2,92%
rf etter skatt	1,22%	1,34%	1,46%	1,58%	1,69%	1,81%	1,93%	2,04%	2,16%	2,28%	2,28%	2,28%

Tabell 76 Risikofri rente etter skatt

11.1.2 Fremtidens markedsrisikopremie

For å kunne fastsette fremtidskravene må beregne en fremtidig markedsrisikopremie. Som i kapittel 8.2.1 velger vi å fortsette å bruke en markedsrisikopremie på 5,0%. Denne markedspremien vil bli satt til 5,0% i hele perioden da dagens markedsrisikopremien er det beste estimatet en har på markedspremien i kommende perioder (Knivsflå, 2019k, p. 29).

11.1.3 Fremtidig egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta er ikke en konstant verdi over tid og varierer med finansiell risiko (Knivsflå, 2019k, p. 38). Vi estimerer den ved bruk av budsjetterte fremtidsvekter, som presentert i avsnitt 10.3.3. Netto finansiell gjeldsbeta beregnes i avsnitt 11.3.3. Netto driftskapitalbeta (β_{NDK}) også kalt selskapsbeta er konstant over tid i følge Miller Modigliani teorem 1 (Knivsflå, 2019k, p. 38). Egenkapitalbetaen for hvert år er beregnet i tabell 76.

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} * \frac{NDK}{EK + MI} - \beta_{NFG} * \frac{NFG}{EK + MI}$$

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
β_{EK}	0,590	0,601	0,613	0,625	0,637	0,650	0,663	0,677	0,691	0,706	0,719	0,719
EK vekt	0,833	0,823	0,812	0,802	0,792	0,781	0,771	0,761	0,751	0,740	0,730	0,730
β_{NFG}	-0,175	-0,181	-0,188	-0,194	-0,200	-0,207	-0,213	-0,220	-0,226	-0,232	-0,232	-0,232
NFG vekt	0,167	0,177	0,188	0,198	0,208	0,219	0,229	0,239	0,249	0,260	0,270	0,270
β_{ND}	0,462	0,462	0,462	0,462	0,462	0,462	0,462	0,462	0,462	0,462	0,462	0,462

Tabell 77 Netto driftsbeta

11.1.4 Fremtidig illikviditetspremie

Historisk illikviditetspremie har vi diskutert i kapittel 8.2.4. Den fremtidige illikviditetspremien vil bygge på den samme argumentasjonen som tidligere. For å beregne den fremtidige illikviditetspremien må en bruke beste skjønn. Sentrale faktorer for å vurdere en illikviditetspremie kan være grad av ”markedssvikt”, størrelse og den selskapsspesifikke risikoen (Knivsflå, 2019k, p. 41). Graden av ”markedssvikt” anser vi som liten da behovet for matvarer alltid vil være tilstede. NorgesGruppen som er den største i dagligvarebransjen og kan dermed utnytte sine fordeler knyttet til størrelse. Også den selskapsspesifikke risikoen anser vi som liten. Dette taler for en lav illikviditetspremie. Som tidligere nevnt ville vi satt illikviditetspremien til null, dersom verdivurderingen var for majoritetseieren Joh. Johannson AS, men siden vi skal gjøre verdivurderingen ut fra et investorperspektiv legger vi til en likviditetspremie på 2%.

11.1.5 Fremtidig egenkapitalkrav

Med utgangspunkt i tall fra avsnitt 11.1.1 til 11.1.5 beregner vi et fremtid krav til egenkapitalen. Egenkapitalkravet er stigende i budsjettperioden, hovedsakelig på grunn av økt risikofri rente. Egenkapitalkravet stiger fra 6,2% i 2019 til 7,9% i steady state. Til sammenligning var egenkapitalkravet for regnskapsperioden i gjennomsnitt 6,9%.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
rf	1,2%	1,3%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%
β_{EK}	0,590	0,601	0,613	0,625	0,637	0,650	0,663	0,677	0,691	0,706	0,719	0,719
mrp	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
ekk - CAPM	4,2%	4,3%	4,5%	4,7%	4,9%	5,1%	5,2%	5,4%	5,6%	5,8%	5,9%	5,9%
ilp	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
ekk	6,2%	6,3%	6,5%	6,7%	6,9%	7,1%	7,2%	7,4%	7,6%	7,8%	7,9%	7,9%

Tabell 78 Egenkapitalkrav

11.2 Fremtidige finansielle krav

Her vil vi se nærmere på beregningen av finansielt gjeldskrav, fremtidig finansielt eiendelskrav og fremtidig netto finansielt gjeldskrav.

11.2.1 Fremtidig finansielt gjeldskrav

Utgangspunktet for å finne det finansielle gjeldkravet for fremtiden er ratingen som beregnet i kapittel 7.4. NorgesGruppen er ratet BBB, hvilket innebærer at vi legger til en kredittrisikopremie på 1,4%. I tillegg bruker vi den risikofrie renten, som vist i avsnitt 11.1.1. Kredittrisikopremien er konstant for analyseperioden, og det er endringen i den risikofrie renten som fører til endring i fremtidig finansielt gjeldskrav. Det finansielle gjeldskravet er økende frem til steady state, hvor det stabiliserer seg på 3,7%.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
rf	1,2%	1,3%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%
kpr FG	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
fgk	2,6%	2,7%	2,9%	3,0%	3,1%	3,2%	3,3%	3,4%	3,6%	3,7%	3,7%	3,7%

Tabell 79 Finansielt gjeldskrav

11.2.2 Fremtidig finansielt eiendelskrav

I likhet med det finansielle eiendelskravet for regnskapsperioden, beregnes kravet for fremtiden med utgangspunkt i fordringer og investeringer. Kravet for fordringer beregnes som risikofri rente pluss en kort kredittrisikopremie på 1,0%. Og kravet til investeringene beregnes som markedsrisikopremien pluss risikofri rente. Vektene er beregnet med utgangspunkt i femtidsbudsjettet. I likhet med det finansielle gjeldskravet øker det finansielle eiendelskravet. I steady state er kravet 5,5%, mens det i 2019 er 3,9%. Økningen i hovedsak drevet av økt andel finansielle investeringer og tilhørende investeringskrav, som igjen er drevet av den risikofrie renten.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
k_{FOR}	2,2%	2,3%	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%	2,9%	3,0%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%
FOR/FE	59,0%	57,4%	55,9%	54,3%	52,8%	51,2%	49,7%	48,1%	46,6%	45,0%	45,0%	45,0%
k_{INV}	6,2%	6,3%	6,5%	6,6%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%	7,2%	7,3%	7,3%	7,3%
INV/FE	41,0%	42,5%	44,1%	45,6%	47,2%	48,8%	50,3%	51,9%	53,4%	55,0%	55,0%	55,0%
fek	3,9%	4,0%	4,2%	4,4%	4,6%	4,8%	4,9%	5,1%	5,3%	5,5%	5,5%	5,5%

Tabell 80 Finansielt eiendelskrav

11.2.3 Fremtidig netto finansielt gjeldskrav

Med utgangspunkt i finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav kan vi nå beregne netto finansielt gjeldskrav. For analyseperioden øker netto finansielt krav fra 2,1% i 2019 til 2,9% i steady state.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
fgk	2,6%	2,7%	2,9%	3,0%	3,1%	3,2%	3,3%	3,4%	3,6%	3,7%	3,7%	3,7%
FG/NFG	146%	145%	145%	145%	145%	145%	145%	145%	145%	144%	144%	144%
fek	3,9%	4,0%	4,2%	4,4%	4,6%	4,8%	4,9%	5,1%	5,3%	5,5%	5,5%	5,5%
FE/NFG	46%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	44%	44%	44%
nfgk	2,1%	2,2%	2,2%	2,3%	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%	2,9%	2,9%	2,9%

Tabell 81 Netto finansielt gjeldskrav

11.3 Finansielle betaer

Vi har nå kravene til egenkapitalen og netto finansiell gjeld, og kan beregne betaene knyttet til de ulike kapitalene. Vi beregner finansiell eiendelsbeta og finansiell gjeldsbeta separat.

11.3.1 Finansiell gjeldsbeta

Finansiell gjeldsbeta finner vi ved å anvende ratingen til NorgesGruppen og tilhørende kreditrisikopremie, multiplisert med markedsrisikodelen dividert på markedsrisikopremien.

Ettersom NorgesGruppen er BBB ratet gjennom hele perioden er tallene lik for hele budsjettperioden, finansiell gjeldsbeta er konstant 0,0092.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
k _{RP}	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
m _{rd}	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033
m _{rp}	0,050	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
β_{FG}	0,0092	0,0092	0,0092	0,0092	0,0092	0,0092	0,0092	0,0092	0,0092	0,0092	0,0092	0,0092

Tabell 82 Finansiell gjeldsbeta

11.3.2 Finansiell eiendelsbeta

Finansiell eiendelsbeta beregnes i likhet med det finansielle eiendelskravet med utgangspunkt i fordringer og investeringer. Vi beregner først betaen til fordringene, som består av kredittrisikopremie, markedsdel og en markedsrisikopremie. Ettersom ratingen er lik gjennom hele perioden vil betaen være 0,0066 over hele budsjettperioden.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
k _{RPFOR}	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
m _{rd}	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033
m _{rp}	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
β_{FOR}	0,0066	0,0066	0,0066	0,0066	0,0066	0,0066	0,0066	0,0066	0,0066	0,0066	0,0066	0,0066

Tabell 83 Beta fordringer

Investeringsbetaen antas å være 1 gjennom budsjettperioden, jamfør avsnitt 8.4. Den finansielle eiendelsbetaen blir som vist i tabellen nedenfor.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
β_{FOR}	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007
FOR vekt	0,590	0,574	0,559	0,543	0,528	0,512	0,497	0,481	0,466	0,450	0,450	0,450
β_{INV}	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
INV vekt	0,410	0,425	0,441	0,456	0,472	0,488	0,503	0,519	0,534	0,550	0,550	0,550

β_{EI}	0,413	0,429	0,444	0,460	0,475	0,491	0,506	0,522	0,537	0,553	0,553	0,553
--------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Tabell 84 Eiendelsbeta

11.3.3 Netto finansiell gjeldsbeta

Vi anvender betaverdiene funnet i avsnitt 11.3.1 og 11.3.2 til å beregne netto finansiell gjeldsbeta. Resultatet er vist i tabellen under.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
β_{FG}	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
FG/ NFG	1,456	1,454	1,453	1,451	1,450	1,448	1,447	1,446	1,445	1,444	1,444	1,444
β_{FE}	0,413	0,429	0,444	0,460	0,475	0,491	0,506	0,522	0,537	0,553	0,553	0,553
FE/ NFG	0,456	0,454	0,453	0,451	0,450	0,448	0,447	0,446	0,445	0,444	0,444	0,444
β_{NFG}	-0,175	-0,181	-0,188	-0,194	-0,200	-0,207	-0,213	-0,220	-0,226	-0,232	-0,232	-0,232

Tabell 85 Netto finansiell gjeldsbeta

11.4 Netto driftskrav

Vi har nå alle kravene vi behøver for å beregne netto driftskrav. Egenkapitalkravet ble presentert i avsnitt 11.1.5 og netto finansielt gjeldskrav ble beregnet i avsnitt 11.2.3. Kravet øker lineært fra 5,5% i 2019 til 6,5% i steady state.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
ekk	6,2%	6,3%	6,5%	6,7%	6,9%	7,1%	7,2%	7,4%	7,6%	7,8%	7,9%	7,9%
EK/ NDK	83,3 %	82,3 %	81,2 %	80,2 %	79,2 %	78,1 %	77,1 %	76,1 %	75,1 %	74,0 %	73,0 %	73,0 %
nfgk	2,1%	2,2%	2,2%	2,3%	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%	2,9%	2,9%	2,9%
NFG/ NDK	16,7 %	17,7 %	18,8 %	19,8 %	20,8 %	21,9 %	22,9 %	23,9 %	24,9 %	26,0 %	27,0 %	27,0 %
ndk	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	5,9%	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	6,5%	6,5%	6,5%

Tabell 86 Netto driftskrav

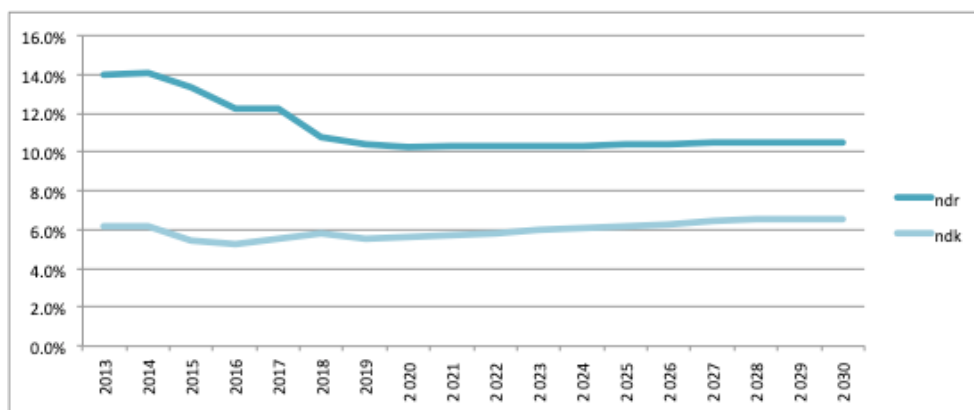
11.5 Analyse av fremtidig superrentabilitet

Vi anvender kravene fra avsnitt 11.1 til 11.4 for å beregne fremtidig strategisk fordel for NorgesGruppen, og ser resultatet i sammenheng med den strategiske analysen. Den strategiske fordel er summen av finansieringsfordelen og driftsfordelen.

Strategisk driftsfordel er differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav. Vi forutsetter at kontantstrømmen blir realisert i slutten av året og anvender inngående kapital i nevneren. NorgesGruppen hadde i gjennomsnitt en strategisk driftsfordel på 7% mellom 2012 og 2018. Fordelen var avtakende gjennom regnskapsperioden, og vi antar at den vil falle ytterligere i fremtiden. På lengre sikt kan det være vanskelig å opprettholde en høy strategisk fordel. Som nevnt i den strategiske analysen er stordriftsfordeler i innkjøp og distribusjon ressursfordeler vi antar at vil bestå også i fremtiden. Bransjefordelen antas å reduseres som følge av forventede inngrep for å fremme konkurransen i markedet. I avsnitt 10.4.3 satt vi den strategiske fordel til 4%, hvilket synes rimelig gitt antakelsene om fremtiden.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
ndr	10,4%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,4%	10,4%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
ndk	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	5,9%	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	6,5%	6,5%	6,5%
SFD	4,9%	4,7%	4,6%	4,5%	4,3%	4,2%	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%

Tabell 87 Strategisk fordel drift



Figur 45 Strategisk fordel drift

For å finne den totale driftsfordelen legger vi til gearingfordelen fra drift. Gearingfordelen skalerer opp driftsfordelen og er i budsjettperioden økende fra 1,1% til 1,5% i steady state. Samlet gir dette en driftsfordel på 5,4% i steady state.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
ndr	10,4%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,4%	10,4%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
ndk	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	5,9%	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	6,5%	6,5%	6,5%
SFD	4,9%	4,7%	4,6%	4,5%	4,3%	4,2%	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%
GFD	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%
DF	6,0%	5,7%	5,7%	5,6%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,4%

Tabell 88 Driftsfordel

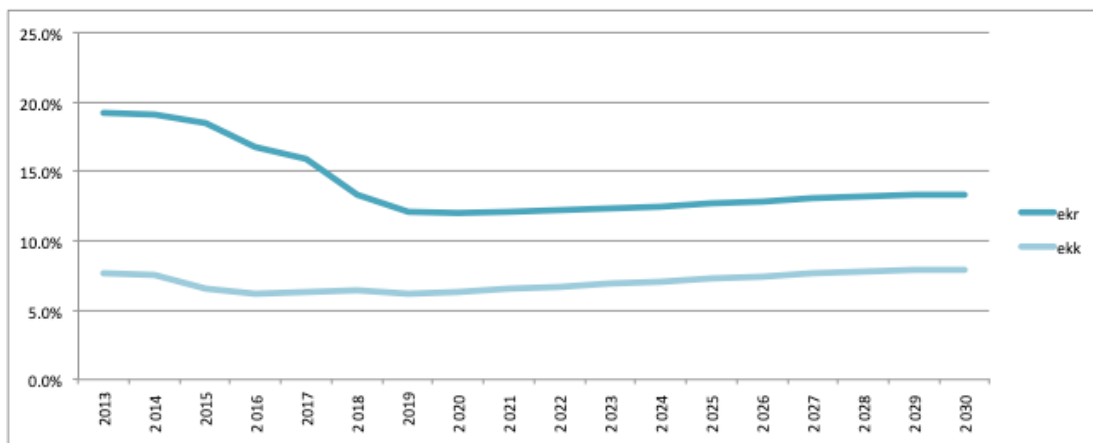
I tillegg til driftsfordelen må vi analysere finansieringsfordelen for å finne den totale strategiske fordel. I fremtiden antas denne å være liten grunnet effektive finansmarkeder. Netto finansiell gjeldsrentabilitet antas å være tilnærmet lik kravet til netto finansiell gjeld. Vi ser at finansieringsfordelen går mot null i steady state og vi får en strategisk fordel på 5,4%.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
SFD	4,9%	4,7%	4,6%	4,5%	4,3%	4,2%	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%
GFD	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%
DF	6,0%	5,7%	5,7%	5,6%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,4%
FF	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
SF	5,9%	5,7%	5,6%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%

Tabell 89 Strategisk fordel

Den strategiske fordel er sammenfallende med superrentabiliteten, som viser en strategisk fordel på 5,4% i steady state. I analyseperioden hadde NorgesGruppen en gjennomsnittlig strategisk fordel på 10,3%. Differanse mellom strategisk fordel i regnskapsperioden og i steady state kan tyde på at bransje – eller ressursfordelen er midlertidig. Tiltak som øker konkurransen i bransjen vil føre til at den strategiske bransjefordelen reduseres. Bransjefordelen kan også reduseres som følge av økt konkurranse fra for eksempel

nettbutikker i fremtiden. I den strategiske analysen konkluderte vi med at stordriftsfordeler i innkjøp og distribusjon var varig. Vi antar derfor at det i hovedsak er bransjefordelen som reduseres, ikke ressursfordelen.



Figur 46 Superrentabilitet

12. Fundamental verdsettelse

Etter å ha utarbeidet fremtidsregnskap og budsjett, samt fremtidskrav kan vi gjennomføre en fundamental verdsettelse av NorgesGruppen. Verdsettelsestidspunktet er satt til 31.12.2018. Rammeverket for verdsettelsen ble presentert i kapittel 3 og valg av verdsettelsesmetode begrunnet i kapittel 5.

12.1 Oversikt over metoder og modeller

Som beskrevet i kapittel 3 er grunnlaget for fundamental verdsettelse en nåverdiberegning av fremtidige kontantstrømmer. Verdsettelsen av egenkapitalen kan gjøres direkte eller indirekte. Det skilles mellom to metoder innenfor fundamental verdsettelse, *egenkapitalmetoden* og *selskapskapitalmetoden*. Innenfor de to hovedmetodene er det igjen ulike modeller for å verdsette egenkapitalen; fri kontantstrøm, superprofittmodellen og superprofittvekst modellen. Modellene vil gi det samme verdiestimatet på egenkapitalen. I det følgende presenterer vi de tre modellene innenfor egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden.

12.2 Egenkapitalmetoden

Den første metoden vi ønsker å benytte for å verdsette egenkapitalen er egenkapitalmetoden. Dette er en direkte verdsettelse av egenkapitalen til NorgesGruppen, hvor vi tar utgangspunkt i fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen, som presentert i avsnitt 10.3.3 og diskonterer med egenkapitalkravet (Kaldestad og Møller, 2016, s.37). Vi benytter fri kontantstrømmodellen (*FKE*), superprofittmodellen (*SPE*) og superprofittvekstmodellen (Δ *SPE*). Verdiestimatet per aksje finner vi ved å dividere verdien av egenkapitalen på antall aksjer, NorgesGruppen har 40 millioner aksjer.

12.2.1 Fri kontantstrøm til egenkapitalen

Vi anvender fri kontantstrøm til egenkapital som beregnet i avsnitt 10.5 og neddiskonterer med egenkapitalkravet for å finne verdien av egenkapitalen per 31.12.2018. Vi anvender modellen fra 2019 (1) til steady state (T) hvor det antas konstant vekst. Første år med konstant vekst (T) er 2028, sluttleddet i beregningen er år 2029 (T+1). Dette gir en to-stegmodell, som vist i formelen under:

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

VEK_0 = verdien av egenkapitalen

FKE = fri kontantstrøm til egenkapitalen

ekv = egenkapitalkravet

ekv = vekstfaktor under konstant vekst

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
FKE		1754	1840	1967	2095	2224	2343	2479	2616	2793	2609	2348
diskonteringsfaktor		1,062	1,129	1,203	1,283	1,371	1,468	1,574	1,691	1,820	1,961	2,116
NPV 1 til T+1	15753	1652	1629	1635	1633	1622	1596	1575	1547	1535	1330	1110
NPV horisont	31021										31021	
Verdi av EK	46774											
Verdiestimat	1169											
ekv		0,062	0,063	0,065	0,067	0,069	0,070	0,072	0,074	0,076	0,078	0,079

Tabell 90 Egenkapitalmetoden FKE

12.2.2 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen er en meravkastningsmetode. Modellen tar utgangspunkt i allerede balanseført egenkapital i 2018 og legger til nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapitalen (SPE). Superprofitten beregnes som nettoresultat til egenkapitalen minus egenkapitalkravet multiplisert med inngående egenkapital.

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

VEK_0 = verdien av egenkapitalen

EK_0 = bokført egenkapital i år null

SPE = superprofitt til egenkapitalen, bereget som $NRE_t - ekk_t \cdot EK_{t-1}$

ekk = egnkapitalkravet

ekv = vekstfaktoren under konstant vekst

Resultatet av superprofittmodellen er vist i tabellen under, og samsvarer med verdiestimatet fra fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Balansført EK	19844											
SPE		1174	1159	1184	1206	1225	1240	1268	1294	1319	1322	1375
diskonterings-faktor		1,06	1,13	1,20	1,28	1,37	1,47	1,57	1,69	1,82	1,96	2,12
NPV 1 til T+1	8763	1105	1027	984	940	893	844	805	766	725	674	650
Horisontverdi T+2	18168											
Verdi av EK	46774											
Verdiestimat	1 169											

Tabell 91 Egenkapitalmetoden SPE

12.2.3 Superprofittvekstmodellen

Superprofittvekstmodellen er vekst i superprofitt justert for endring i diskonteringsrente. Metoden tar utgangspunkt i den kapitaliserte verdien av netto resultat til egenkapital pluss nåverdien av fremtidig vekst i egenkapital. For å få med alle verdiene tar vi med en ekstra periode T+2 (Knivslå, 2019l, pp. 54-60).

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

Ettersom egenkapitalkravet ikke er konstant i framskrivingsperioden, beregnes vekst i superprofitt til egenkapital som følgende (Knivsflå, 2019l, p. 56):

$$\Delta SPE_t = \frac{(1 + ekk_1) \cdot SPE_t - (1 + ekk_t) \cdot SPE_{t-1}}{1 + ekk_t}$$

VEK_0 = verdien av egenkapitalen

NRE = nettoresultat til egenkapitalen

ΔSPE = vekst i superprofitt til egenkapital

ekk = egenkapitalkravet

ekv = vekstfaktoren under konstant vekst

Resultatet er vist i tabellen under og er sammenfallende med fri kontantstrøm til egenkapitalen og superprofittmetoden. Samlet verdi av egenkapitalen er MNOK 46 774, hvilket utgjør kr. 1169 per aksje.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
NRE år 1		2399											
Kapitalisert verdi	38844												
ΔSPE			-16	21	16	11	5	16	12	7	-17	32	33
diskontering-faktor			1,06	1,13	1,20	1,28	1,37	1,47	1,57	1,69	1,82	1,96	2,12
NPV år 2 til T+2			-15	19	13	8	4	11	7	4	-9	16	15
Kapitalisert verdi	937												
Horisontvedi												432	
Kapitalisert verdi	6994												
Verdi EK	46774												
Verdiestimat	1169												

Tabell 92 Egenkapitalmetoden endring SPE

12.3 Selskapskapitalmetoden

Etter å ha beregnet verdien av egenkapitalen ved bruk av egenkapitalmetoden, går vi videre til å beregne verdien ved selskapskapitalmetoden. Selskapskapitalen verdsetter egenkapitalen indirekte ved å indentifisere verdien på selskapskapitalen. Og deretter trekke fra netto finansiell gjeld eller finansiell gjeld, avhengig av hvilken kapital som benyttes. Mål på selskapskapitalen er typisk totalkapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. Vi velger å anvende netto driftskapital videre. Vi anvender de samme tre modellene som for egenkapitalmetoden.

12.3.1 Fri kontantstrøm fra drift

Fri kontantstrøm fra drift modellen anvender nåverdien av fri kontantstrøm fra drift, fratrukket netto finansiell gjeld for å verdsette egenkapitalen (Knivsflå, 2019m, p. 24). Fri kontantstrøm fra drift fant vi i avsnitt 10.5.3. Vi anvender netto driftskravet for diskontering av kontantstrømmen. Formelen vi anvender uttrykkes som følgende:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_T) \cdot (ndk - ndv)} - NFG_0$$

VEK_0 = verdien av egenkapitalen

FKD = fri kontantstrøm fra drift

ndk = netto driftskrav

ndv = vekstfaktor under konstant vekst

NFG = netto finansiell gjeld

Verdien per aksje er høyere når vi anvender selskapskapitalmetoden, enn ved egenkapitalmetoden. Verdien av egenkapitalen er MNOK 59 572, hvilket utgjør kr. 1489 per aksje. Resultatet ved bruk av fri kontantstrøm til drift er vist i tabellen under.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
FKD		1399	1476	1596	1720	1847	1965	2101	2241	2440	2156	2242
Diskontering		1,055	1,114	1,178	1,246	1,320	1,400	1,487	1,580	1,681	1,791	1,907
NPV1 til T+1	13676	1326	1325	1355	1380	1399	1403	1413	1419	1451	1204	1175
Horisontverdi T+1	49881											
Verdi NDK	63557											
NFG	3 984											
Verdi EK	59 572											
Verdiestimat	1 489											
ndk		0,055	0,056	0,057	0,058	0,059	0,061	0,062	0,063	0,064	0,065	0,065

Tabell 93 Selskapskapitalmetoden FKD

12.3.2 Superprofitt fra drift modellen

Neste modell verdsetter netto driftskapital ved å summere balanseført verdi av netto driftskapital med nåverdien av fremtidig superprofitt fra drift (Knivsflå, 2019m, p. 26). Superprofitt til drift beregnes som:

$$SPD_t = NDR_t - ndk_t \cdot NDK_{t-1}$$

Følgende formel anvendes for å finne verdien av egenkapitalen.

$$VEK_0 = EK_0 \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

VEK_0 = verdien av egenkapitalen

EK_0 = bokført egenkapital i år null

ndk = netto driftskravet

ndv = vekstfaktor under konstant vekst

Vi ser igjen at verdiestimatet er sammenfallende med fri kontantstrøm modellen.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Balanseført NDK	23828											
SPD		1173	1159	1184	1206	1224	1240	1268	1294	1319	1321	1375
Diskonterings-faktor		1,06	1,11	1,18	1,25	1,320	1,40	1,49	1,58	1,68	1,79	1,91
NPV 1 til T+1	9132	1112	1040	1005	967	927	885	853	819	784	738	721
Horisontverdi T+2	30596											
Verdi NDK	63557											
NFG	3984											
Verdi EK	59572											
Verdiestimat	1 489											

Tabell 94 Superprofitt fra drift modellen

12.3.3 Superprofittvekst fra drift modellen

Den siste modellen for å verdsette egenkapitalen gjennom netto driftskapital er superprofittvekst fra drift modellen. Metoden tar utgangspunkt i den kapitaliserte verdien av netto resultat til drift pluss nåverdien av fremtidig vekst i netto driftskapital. For å få med alle verdiene tar vi med en ekstra periode T+2, slik som ved egenkapitalmetoden.

$$VEK_0 = \frac{NDR_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} \cdot \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPD_t}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_{t-1})} + \frac{\Delta SPD_{T+2}}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_{T+1}) \cdot (ndk - ndv)} - NFG_0$$

$$\Delta SPD_t = \frac{(1 + ndk_1) \cdot SPD_t - (1 + ndk_t) \cdot SPD_{t-1}}{1 + ndk}$$

VEK_0 = verdien av egenkapitalen

NDR = netto driftsresultat

SPD = superprofitt fra drift

ndk = netto driftskravet

ndv = vekstfaktoren under konstant vekst

NFG = bokført verdien av netto finansiell gjeld

Igjen ser vi at verdien per aksje blir 1489, og verdien av egenkapitalen er MNOK 59 572. Resultatet er presentert i tabellen under.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
NDR		2481											
Kapitalisert NDR	45209												
ΔSPD			-16	22	18	13	9	20	17	13	-10	41	41
Diskonterings-faktor			1,05	1,11	1,18	1,25	1,32	1,40	1,49	1,58	1,68	1,79	1,91
NPV		88	-15	20	15	11	6	14	11	8	-6	23	22
Kapitalisert verdi	1609												
Horisontverdi												919	
Kapitalisert horisont	16739												
Verdi NDK	63557												
NFG	3984												
Verdi EK	59572												
Verdiestimat	1489												

Tabell 95 Superprofittvekstmodellen

12.4 Konvergens mot felles verdiestimat

Verdiestimat egenkapital	
Selskapsmetoden	59 572
Verdi per aksje	1 489
Egenkapitalmetoden	46 774
Verdi per aksje	1 169
Gjennomsnitt	53 173
Avvik %	24,07%

Tabell 96 Verdiestimat

Fra avsnitt 12.1 får vi et verdiestimat per aksje på kr. 1169 og kr. 1489 ved anvendelse av henholdsvis egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Verdien av egenkapitalen avviker med 24,07%. Grunnen til avviket er at metodene anvender krav utregnet med

budsjetterte vekter fra avsnitt 10.5 (Knivsflå, 2019m, p. 52). Disse vektene gir et uriktig estimat ettersom det er forskjell på budsjetterte og virkelige vekter. For å finne de korrekte vektene gjør vi en stegvis oppdatering av vektene (Knivsflå, 2019m, p. 53).

Vi starter med å beregne gjennomsnittlig verdi av egenkapitalen, i tabell 96 ser vi at denne er MNOK 53 173. Gjennomsnittlig egenkapitalverdi anvendes for 2018 i neste steg for å estimere verdien til netto driftseiendeler ($VNDE$), netto driftsresultat ($VNDR$) og egenkapitalen (VEK). Netto finansiell gjeld, og fri kontantstrøm til drift og egenkapital er lik i hele konvergeringsprosessen. For 2018 anvender vi gjennomsnittlig egenkapital fra foregående steg, og fastsetter verdien av netto driftseiendeler som egenkapitalen pluss netto finansiell gjeld. For å beregne verdien av netto driftseiendeler for påfølgende år, anvender vi verdien av netto driftsresultat, beregnet som følgende:

$$VNDR_t = VNDE_{t-1} \cdot ndk_t^{steg 0}$$

Som formelen viser bruker vi krav fra foregående steg multiplisert med inngående balanse for å finne verdien av netto driftsresultat. Differansen mellom verdi av netto driftsresultat og fri kontantstrøm til drift tilsvarer endringen i netto driftseiendeler. Endringen i verdi av netto driftseiendeler legges til på inngående balanse for å finne verdien av netto driftseiendeler.

$$VNDE_t = VNDE_{t-1} + (VNDR_t - FKD_t) = VNDE_{t-1} + \Delta VNDE_t$$

Verdien av egenkapitalen for resterende år finner vi ved å ta differansen mellom verdi av netto driftseiendeler og netto finansiell gjeld.

$$VEK_t = VNDE_t - NFG_t$$

Verdibalansen for steg 2 er vist i tabellen nedenfor.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EK steg 1	53173													
VNDE	55051	57158	58896	60719	62593	64521	66508	68571	70700	72902	75127	77863	80690	83612
VEK	50648	53173	54475	55839	57233	58662	60131	61655	63228	64854	66502	68539	70993	73527
NFG	4403	3984	4422	4880	5360	5859	6378	6916	7473	8048	8624	9324	9697	10085
VNDR		3177	3137	3299	3470	3648	3834	4028	4231	4443	4664	4892	5069	5253
ENDR VNDE		2107	1738	1823	1874	1928	1987	2063	2129	2201	2225	2737	2827	2921
FKD		1070	1399	1476	1596	1720	1847	1965	2101	2241	2440	2156	2242	2332
NFK-NFI		114	82	95	109	125	142	160	179	201	223	247	267	278
ENDR NFG		-418	437	458	480	500	518	538	557	575	577	700	373	388
FKE=NBU		537	1754	1840	1967	2095	2224	2343	2479	2616	2793	2609	2348	2442

Tabell 97 Balanse steg 2

Verdibalansen anvendes så til å oppdatere egenkapitalkravet og netto driftskravet. Netto driftsbeta og netto finansiell gjeldsbeta endres ikke, men ettersom vektene oppdateres vil egenkapitalbetaen endres. De nye vektene og egenkapitalbetaen anvendes for å beregne egenkapitalkrav og netto driftskrav.

$$ekk^{steg\ 2} = rf + \beta_{EK}^{steg\ 2} \cdot rp + ilp$$

$$ndk^{steg\ 2} = ekk^{steg\ 2} \cdot \frac{VEK^{steg\ 2}}{VNDK^{steg\ 2}} + nfgk \cdot \frac{NFG}{VNDK^{steg\ 1}}$$

Tabellen under viser oppdaterte krav i steg 2 av verdikonvergeringen.

	Gj.sn	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
β EK	0,682	0,67	0,66	0,66	0,67	0,68	0,68	0,69	0,69	0,70	0,70	0,71	0,71	0,71
EK vekt	0,908	0,92	0,93	0,92	0,92	0,91	0,91	0,90	0,90	0,89	0,89	0,89	0,88	0,88
β NFG	-0,201	-0,17	-0,18	-0,18	-0,19	-0,19	-0,20	-0,21	-0,21	-0,22	-0,23	-0,23	-0,23	-0,23
NFG vekt	0,092	0,08	0,07	0,08	0,08	0,09	0,09	0,10	0,10	0,11	0,11	0,11	0,12	0,12
β ND	0,601	0,601	0,601	0,601	0,601	0,601	0,601	0,601	0,601	0,601	0,601	0,601	0,601	0,601
rf		0,015	0,012	0,013	0,015	0,016	0,017	0,018	0,019	0,020	0,021	0,023	0,023	0,023
β EK		0,67	0,66	0,66	0,67	0,68	0,68	0,69	0,69	0,70	0,70	0,71	0,71	0,71
rp		0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
ilp		0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
ekk		0,068	0,065	0,067	0,068	0,069	0,071	0,072	0,074	0,075	0,077	0,078	0,078	0,078
EK vekt		0,920	0,930	0,925	0,920	0,914	0,909	0,904	0,899	0,894	0,890	0,885	0,880	0,880
nfgk		0,03	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
NFG vekt		0,080	0,070	0,075	0,080	0,086	0,091	0,096	0,101	0,106	0,110	0,115	0,120	0,120
ndk		0,065	0,062	0,063	0,064	0,066	0,067	0,068	0,069	0,070	0,071	0,072	0,072	0,072

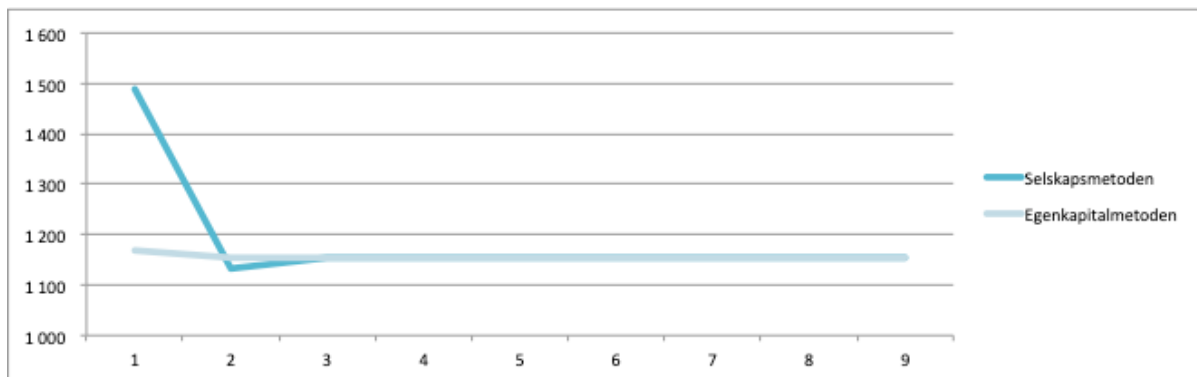
Tabell 98 Oppdaterte krav steg 2

De nye kravene anvendes for å beregne nye estimat på egenkapitalen gjennom egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, som vist i avsnitt 12.2 og 12.3. Verdiestimatene fra steg 2 anvendes for å lage verdibalanse og krav i steg 3, som igjen anvendes for å beregne en ny verdi på egenkapitalen. Denne prosessen gjentas inntil de to metodene konvergerer mot et felles verdiestimat. Vi har gjennomført prosessen i 9 steg for å sørge for et stabilt verdiestimat. Tabell 98 viser hvordan verdiestimatet stegvis konvergerer mot et felles verdiestimat. Differansen mellom metodene reduseres og vi får til slutt et stabilt verdiestimat per 31.12.18 på 46 134 MNOK, eller kr. 1153 per aksje.

Steg	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Selskapsmetoden	59 572	45 305	46 180	46 131	46 135	46 134	46 134	46 134	46 134
Verdi per aksje	1 489	1 133	1 154	1 153	1 153	1 153	1 153	1 153	1 153
Egenkapitalmetoden	46 774	46 221	46 136	46 135	46 134	46 134	46 134	46 134	46 134
Verdi per aksje	1 169	1 156	1 153	1 153	1 153	1 153	1 153	1 153	1 153
Gjennomsnitt	53 173	45 763	46 158	46 133	46 135	46 134	46 134	46 134	46 134
Avvik %	24,069%	-2,002%	0,095%	-0,007%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%

Tabell 99 Konvergens

I figuren under er konvergeringsprosessen illustrert grafisk.



Figur 47 Konvergens mot felles verdiestimat

12.5 Analyse av usikkerhet i verdiestimatet

Verdiestimatet vi fant i 12.2 er et punkttestimat, altså en forventet verdi basert på utviklingen til alle budsjett- og verdidrivere. Denne utviklingen er usikker og det forventes at verdiestimatet vil ha en fordeling rundt forventet verdi. Desto større usikkerheten i budsjett og verdidriverne er, jo større varians har verdiestimatet (Knivsflå, 2019n, p. 5). I følgende avsnitt ønsker vi å synliggjøre usikkerhetsmomentene.

12.5.1 Konkursrisiko

Risikoen for konkurs kan tas hensyn til på to måter, enten ved å bygge en eventuell konkurs inn i fremtidsregnskapet. Eller lage et fremtidsregnskap under forutsetning om fortsatt drift, og håndtere konkursscenarioet separat (Knivsflå, 2019n, p. 17). I fremtidsregnskapet til NorgesGruppen har vi forutsatt at driften fortsetter og konkursrisikoen er derfor satt til null.

Ettersom konkursrisikoen ikke er med i fremtidsregnskapet bygger vi den inn i det fundamentale verdiestimatet (Knivsflå, 2019n, p. 19). Dette kan gjøres ved bruk av følgende formel som fastsetter konkursrisikoen direkte:

$$VEK = (1 - p) \cdot FVEK + p \cdot LVEK$$

FVEK – Fundamentalverdi av EK, gitt fremdeles drift

LVEK – Likvidasjonsverdi (nåverdi) av EK

p – Sannsynlighet for fremtidig konkurs

NorgesGruppen har en kredittvurdering på BBB og dermed en estimert konkursrisiko på 0,18% (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017, p. 390). Knivsflå (2019n, p. 22) foreslår å anvende en ”kort” sannsynlighet for konkurs lik 0,003 for selskaper som er BBB ratet. Vi anvender den korte sannsynligheten i vår beregning. Ved en eventuell konkurs, blir virksomheten tvunget til å realisere eiendeler i løpet av en kort tidsperiode. Hvilket kan medføre en lavere pris enn dersom avviklinga blir styrt slik at en får maksimal verdi ved salg. Siden dekningen til långiverne i en konkurssituasjon går på bekostning av aksjonærene kommer vi til å sette likvidasjonsverdien til null (Knivsflå, 2019n, p. 21). Vi får da en verdi på egenkapitalen lik MNOK 45 995,6, som tilsvarer 1149,9 per aksje.

$$VEK = (1 - 0,003) \cdot 46134 + 0,003 \cdot 0 = 45\,995,6$$

Det nye verdiestimatet avviker minimalt fra det opprinnelige estimatet. Det nye estimatet tar hensyn til konkursrisikoen, hvilket det gamle estimatet ikke gjør. Dette taler for at vi bør anvende verdiestimatet på 1149,9 per aksje. På den andre side er konkursrisikoen tatt hensyn til i det finansielle gjeldskravet, hvor det ble lagt til en kredittrisikopremie basert på ratingen til NorgesGruppen. Ettersom netto driftskrav bergenes som et vektet krav bestående av egenkapitalkravet og netto finansielt gjeldskrav, kan vi anta at konkursrisikoen er inkludert i verdiestimatet. Det kan dog tenkes at konkursrisikoen er noe undervurdert. Vi har tidligere diskutert hvordan nøkkeltallene som ligger til grunn for ratingen trolig ikke er fokusområder for NorgesGruppen. Vi velger derfor å beholde det opprinnelige verdiestimatet på 1153.

12.5.2 Simulering

Som nevnt tidligere er verdiestimatet basert på antatt utvikling i budsjett- og verdidrivere. Driverne inneholder usikkerhet og følgelig vil verdiestimatet være usikkert. Ved å gjøre kritiske budsjett – og verdidrivere stokastiske, får vi en fordeling over verdiestimatet og ikke et punkttestimat (Knivsflå, 2019n, p. 24). Vi gjennomfører derfor en simulering i Excel utvidelsen Crystal Ball. Hensikten med simuleringen er ”.. å komme frem til et verdispenn, pålitelighetsintervall, som andre like dyktige og like velinformerte analytikere med stor grad av sannsynlighet vil legge sitt punkttestimat innenfor” (Kaldestad & Møller, 2016, p. 130).

Kritiske budsjett – og verdidrivere

Før vi kan starte simuleringen må vi identifisere de kritiske budsjett -og verdidrivere. I kapittel 10 anvendte vi fem budsjett drivere for å fremskrive regnskapet og budsjettet til NorgesGruppen. Hvordan driften utvikler seg er mest kritisk for verdiestimatet, vi velger derfor å gjøre driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendel til stokastiske variabler. Finansielle faktorer er mindre viktige for egenkapitalverdien ettersom finansieringsfordelen er tilnærmet null (Knivsflå, 2019n, p. 26). For å gjøre budsjettdriverne til stokastiske variabler har vi definert fire budsjett punkt 2019, 2020, 2024 og 2028. Budsjett punktene fanger opp utviklingen på kort, mellomlang og lang sikt. I excel gjøres de fire budsjett punktene til usikre variabler med en definert sannsynlighetsfordeling, presentert i tabell 99. Banen mellom de stokastiske variablene antas å være lineær. I tillegg til budsjettdriverne har vi identifisert fire andre kritiske faktorer. Nibor 3 måneders renten, markedsrisikopremien, egenkapitalbeta og finansiell gjeldsdel. Vi antar at overnevnte faktorer ikke er like kritisk som budsjettdriverne, men vi har valgt å gjøre de til stokastiske variabler.

Standardavvik og sannsynlighetsfordeling

For å gjennomføre simuleringen må vi definere sannsynlighetsfordelingen til budsjett- og verdidriverne. Ettersom vi ikke vet de faktiske fordelingene må disse estimeres. Vi benytter historiske regnskapstall for å finne standardavviket til de ulike driverne. I tabellen under har vi estimert standardavviket til driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og onde for NorgesGruppen og bransjen på kort sikt.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	St.avvik NG	St.avvik bransje
div	0,086	0,059	0,068	0,052	0,068	0,026	0,020	0,039
ndm	0,030	0,031	0,031	0,031	0,030	0,027	0,002	0,003
onde	4,688	4,520	4,252	3,984	4,063	3,987	0,297	0,173

Tabell 100 Standardavvik div, ndm og onde

Tabell 100 viser at standardavvikene for NorgesGruppen er henholdsvis 2%, 0,2% og 29,7% for driftsinntektsveksten, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Standardavviket til driftsinntektsveksten og netto driftsmargin er relativt lavt, og det virker rimelig å anvende disse videre. Standardavviket til omløpet til netto driftseiendeler er derimot betydelig høyere for NorgesGruppen enn bransjen. Vi velger derfor å benytte standardavviket til bransjen i simuleringen. Estimatene på mellomlang sikt antas å ha større usikkerhet enn kort sikt. Grunnen til dette er at det er enklere å predikere utviklingen på kort sikt. Vi velger derfor å justere standardavviket på mellomlang sikt med 1,5, jamfør Knivsflå (19-36). På lang sikt, når NorgesGruppen har nådd steady state antas det at usikkerheten er mindre enn på mellomlang sikt. Standardavviket antas derfor å være lavere på lang sikt, enn på mellomlang sikt (Knivsflå, 2019n, p. 38).

Vi forventer at driftsinntektsveksten og netto driftsmargin er normalfordel frem til steady state. I steady state antas det en trekantfordeling, altså en kontinuerlig distribusjon med faste minimums – og maksimumsverdier. Hvor den mest sannsynlige verdien er i midten. Omløpet til netto driftseiendeler antas å være trekantfordelt gjennom hele analyseperioden, jamfør Knivsflå (Knivsflå, 2019n, p. 41). I tabell 100 er fordelingen til budsjettdriverne presentert.

Driver	Fordeling	Driver	Fordeling	Driver	Fordeling
div2019	N(0,059; 0,02)	onde2019	T(3,50; 4,30)	ndm2019	N(0,027;0,002)
div2020	N(0,057 ;0,02)	onde2020	T(3,53; 4,36)	ndm2020	N(0,026;0,002)
div2024	N(0,049; 0,03)	onde2024	T(3,48; 4,72)	ndm2024	N(0,025;0,003)
div2028	T(0,016; 0,064)	onde2028	T(4,06; 4,54)	ndm2028	T(0,02;0,029)

Tabell 101 Budsjett drivere og fordelinger

I tillegg til budsjettdriverne er det hensiktsmessig å gjøre noen av de finansielle verdidriverne stokastiske. I henhold til Knivsflå (2019n, p. 42) har vi gjort normalrenten, altså Nibor 3 måneders renten stokastisk. Markedsrisikopremien, egenkapitalbetaen og finansiell gjeldsdel er også gjort stokastisk. For normalrenten, finansiell gjeldsgrad og markedsrisikopremie antar vi trekantfordeling. Overnevnte faktorer er kun gjort stokastisk for budsjettperiode T. For egenkapitalbetaen benytter vi utgangsbeta for 2018 og antar at denne er normalfordelt, med standardavvik på 0,06.

<i>Driver</i>	<i>Fordeling</i>
fgd T	T(0,22; 0,56)
beta EK	N(0,682; 0,06)
mrp	T(0,04; 0,06)
nibor 3mnd	T(0,019; 0,039)

Tabell 102 Drivere og fordeling

Korrelasjon

Før vi kan gjennomføre simuleringen må vi definere korrelasjonene mellom driverne. Korrelert trekning betyr at utfallet av en trekning påvirker utfallet av en eller flere andre treknings. Korrelasjonene bør være basert på økonomisk teori eller kjente empiriske sammenhenger. Vi har beregnet historisk korrelasjon mellom netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler, netto driftsmargin og netto finansiell gjeldsdel, samt driftsinntektsvekst og markedsrisikopremie. Vi følger Knivsflå (2019n, p. 43) sin mal og bygger korrelasjonene inn i simuleringen vår.

Korrelasjon mellom netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler

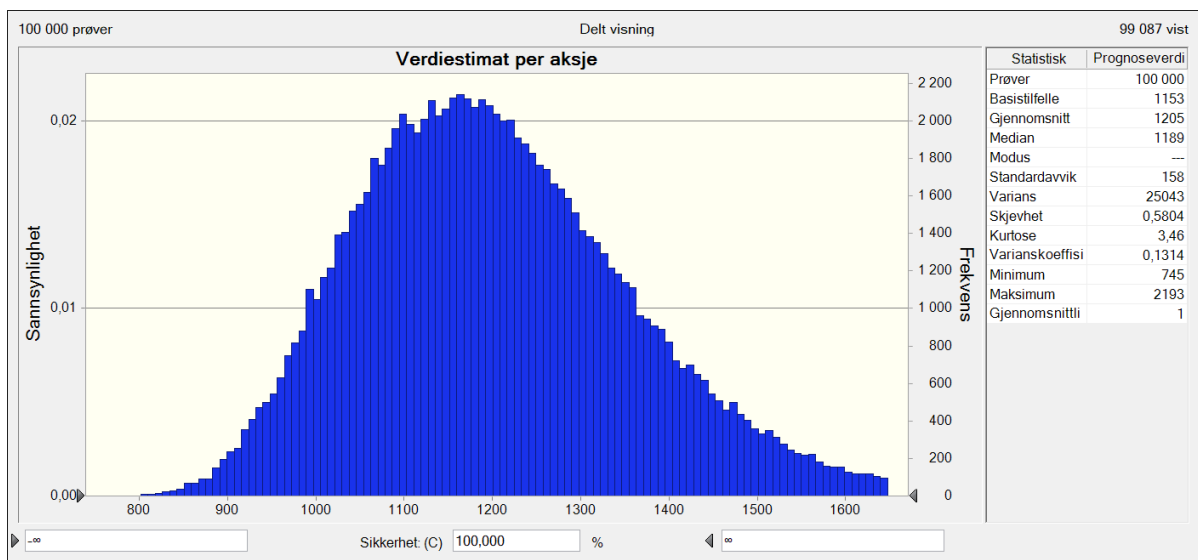
Som nevnt i avsnitt 9.3 tenderer bedrifter som har høy driftsmargin å ha lavt omløp av netto driftseiendeler. Vi har analysert korrelasjonen mellom disse for regnskapsperioden og finner en positiv korrelasjon på 36,6%. En positiv korrelasjonskoeffisient impliserer at dersom netto driftsmargin er trukket over forventning, tenderer omløpet til netto driftseiendeler å være trukket over forventning. Dette er ikke i samsvar med forventningen om at bedrifter med høy driftsmargin har lavere omløp til netto driftseiendeler. For budsjettperiodene 2024 og 2028 forutsetter vi derfor en svak negativ korrelasjon på -0,1 (Knivsflå, 2019n, p. 44).

Korrelasjon	-2,50744E-16
Anvendt	0,2

Tabell 105 Korrelasjon div og mrp

Resultat fra simuleringsanalysen

Vi har anvendt Crystal Ball for å gjennomføre en Monte Carlo simulering. Det er gjennomført 100 000 trekninger for å få et tilstrekkelig stort utvalg. I tillegg til forutsetningene og korrelasjonene som nevnt over, har vi filtrert bort ufornuftige trekninger. Vi antar at verdiestimatet per aksje må ligge i intervallet 0 til 6000. Grunnen til dette er at negative trekninger ikke er meningsfulle dersom eierne har avgrenset ansvar, ettersom negativ verdi gir konkurs. Den øvre grensen utgjør omtrent seks ganger verdiestimatet. Figur 48 viser resultatet fra Monte Carlo simuleringen i Crystal Ball.



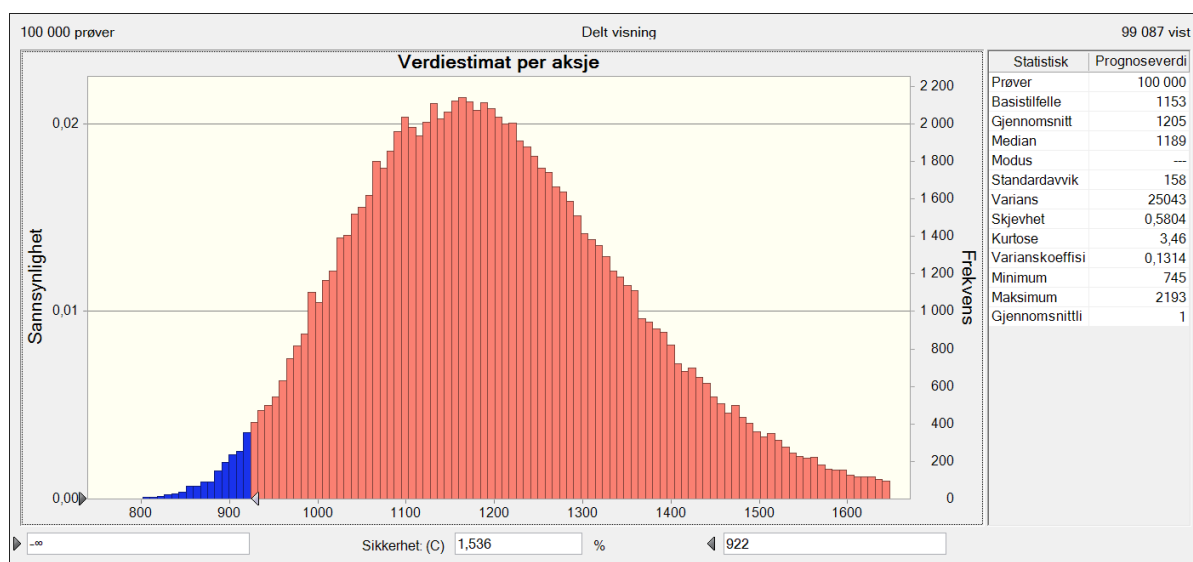
Figur 48 Resultat simulering

Vi har nå fått en fordeling rundt verdiestimatet og ikke et punkttestimat. Fra tabellen ser vi at gjennomsnittlig verdiestimat, kr. 1205 er noe høyere enn estimatet vi beregnet tidligere. At gjennomsnittet er høyere enn beregnet tidligere skyldes skjevhet til høyre. Tabellen viser en skjevhet på 0,58, perfekt normalfordeling har en skjevhet på 0. De stokastiske variablene har gjort estimatet mer usikkert og vi får et standardavvik på 13,14%. Standardavviket bekrefter at det er knyttet usikkerhet til verdiestimatet. Kurtosen, eller spissheten sier noe om hvordan fordelingen er spredt mellom ytterpunktene. Normalfordelinger har en kurtoseverdi på 3. Vi ser at verdiestimatet vi simulerte har en kurtose på 3,46, hvilket impliserer noe større

sannsynlighet for ekstreme verdien enn en perfekt normalfordeling. Til tross for at vi satt en nedre grense i vår modell er minimumsestimatet 745, altså er det ingen trekninger som inkluderer konkurs. Vi antar at dette er rimelig med hensyn til hvilke bransje og posisjon NorgesGruppen har i dag. Det er også tatt hensyn til konkurs i kravene, etter beregningen av syntetisk rating. Samlet sett er verdiestimatet relativt stabilt for NorgesGruppen til tross for at flere av budsjett og verdidriverne er gjort stokastiske.

Nedsiderisiko

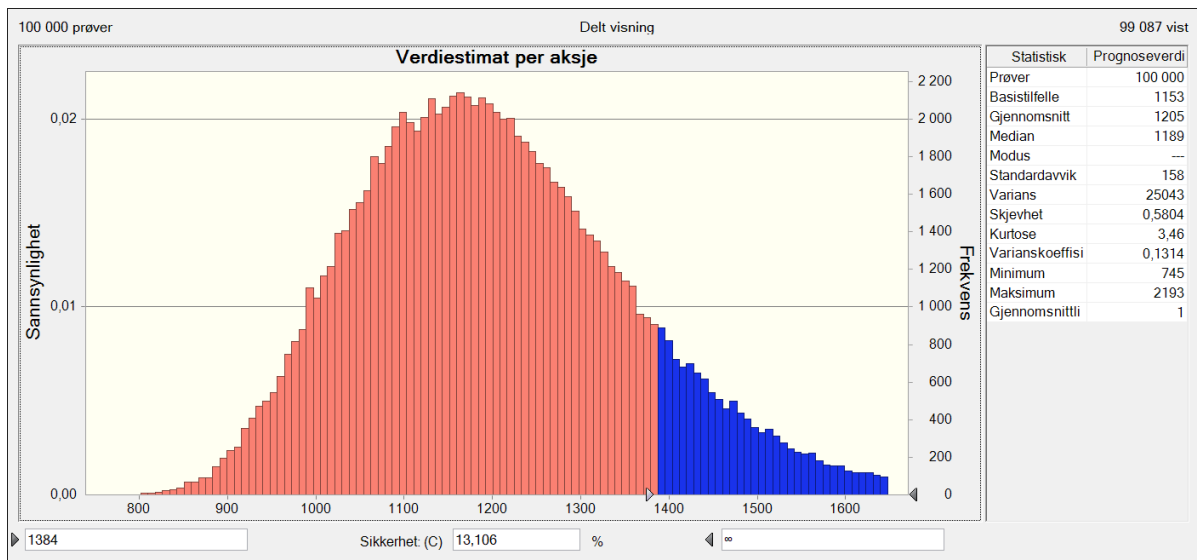
Videre ønsker vi å beregne sannsynligheten for at verdiestimatet over eller under gitte verdier. For å vurdere nedsiderisikoen vurderer vi sannsynligheten for at aksjekursen faller til 80% av estimert verdi. Vi finner at sannsynligheten for at estimatet faller til 922 er 1,536%, altså svært lite sannsynlig.



Figur 49 Nedsiderisiko

Oppsiderisiko

Vi beregner oppsiderisikoen til NorgesGruppen ved å beregne sannsynligheten for at verdien per aksje overstiger 1,2 ganger verdiestimatet. I figur 50 ser vi at sannsynligheten for at verdien per aksje overstiger kr. 1384 er 13,106%. Det er altså vesentlig større sannsynlighet for at verdiestimatet overstiger 120%, enn at det faller til 80% av verdien.



Figur 50 Oppsiderisiko

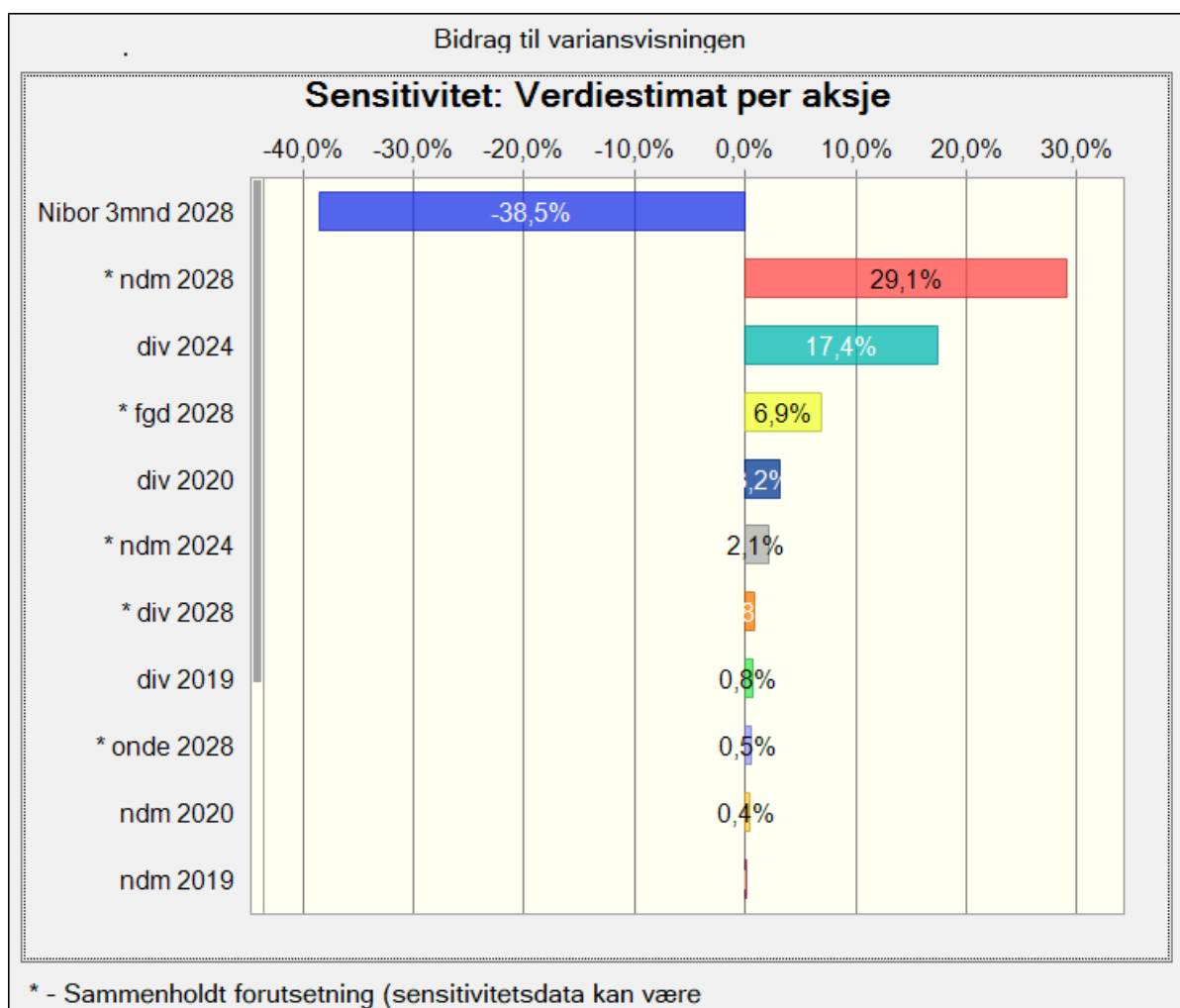
Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalysen skal synliggjøre usikkerhet, dette gjøres ved å endre kritiske budsjett og verdidrivere og se hva som skjer med verdiestimatet (Knivsflå, 2019n, p. 60). I Crystal ball kan dette enten gjøres gjennom en "tornadoanalyse" eller en variasjonsanalyse. Tornadoanalysen gir en indikasjon på hvilke faktorer som er viktigst for verdiestimatet. Variasjonsanalysen gir en indikasjon på hvor mye av variasjonen til verdiestimatet som skyldes variasjon i den enkelte stokastiske variabel (Knivsflå, 2019n, p. 62). Når en gjennomfører en sensitivitetsanalyse endrer en bare en variabel i gangen, ulempen med det er at det ulike driverne påvirker hverandre og kan samvariere. Vi anser likevel sensitivitetsanalysen som sentral da den gir informasjon om hvor følsomt verdiestimatet er for endringer sentrale budsjett drivere. I det følgende benytter vi både en variasjonsanalyse og en tornadoanalyse.

Variasjonsanalysen viser hvordan de ulike budsjett – og verdidriverne forklarer den totale variasjonen i verdiestimatet. I figuren ser vi at verdiestimatet er mest følsomt for endringer i Nibor 3 måneders renten, netto driftsmargin i steady state og driftsinntektsveksten på mellomlang sikt. Nibor 3 måneders renten, og dermed risikofri rente har en betydelig påvirkning på verdiestimatet. Virkningen er dog negativ, hvilket betyr at dersom risikofri rente øker vil avkastningskravene øke og verdien per aksje faller. Netto driftsmargin i steady state bidrar i stor grad til å forklare variasjonen i verdiestimatet. Budsjettdriveren står for

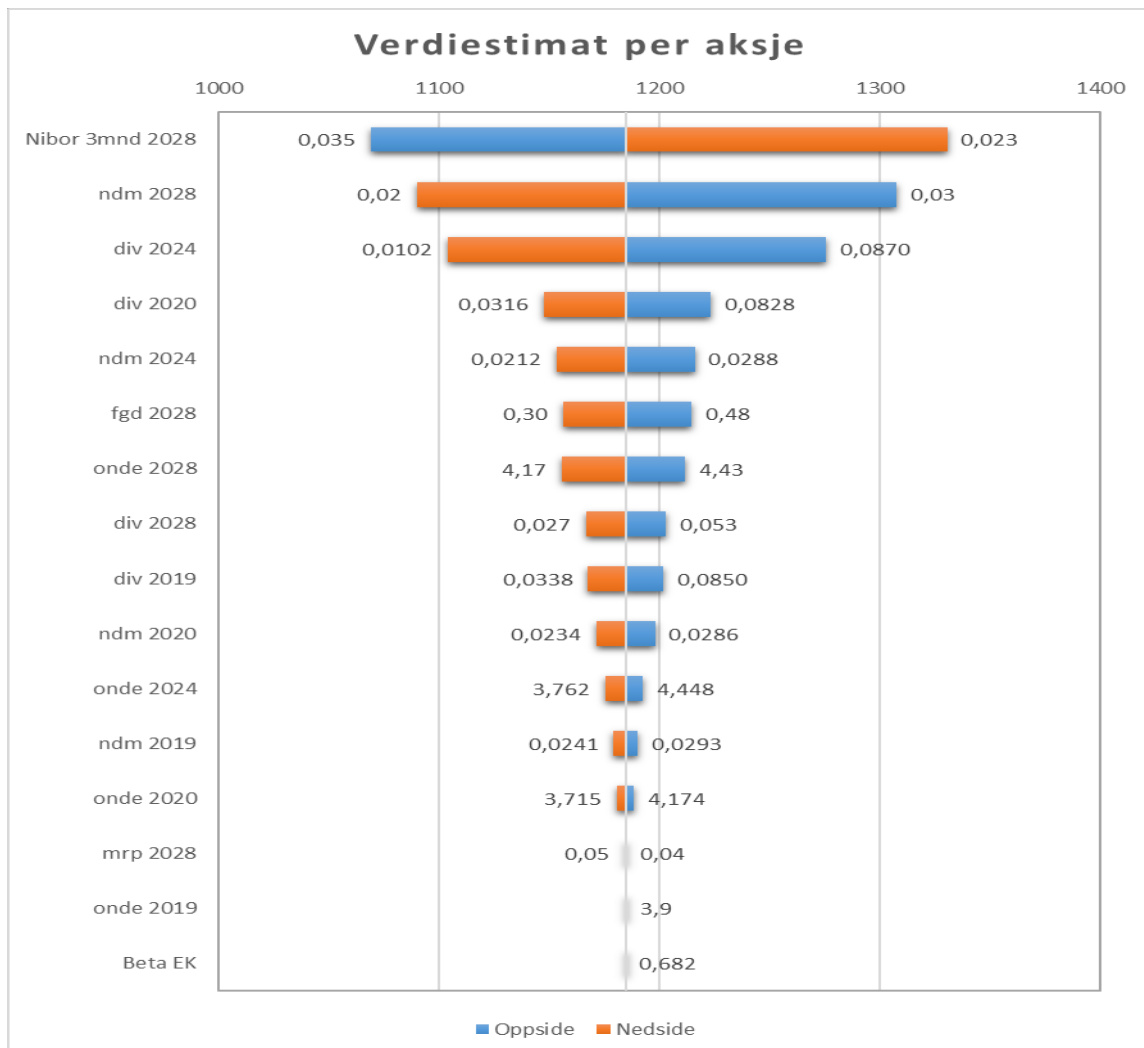
29,1% av variasjonen rundt verdiestimatet. At netto driftsmargin påvirker verdiestimatet betydelig anses som naturlig. En økning (nedgang) i netto driftsmargin påvirker netto driftsresultat direkte, hvilket igjen påvirker kontantstrømmen positivt (negativt). Følgelig vil verdien av egenkapitalen øke (reduseres).

Driftsinntektsveksten på mellomlang sikt står for 17,4% av variasjonen i verdiestimatet. At driftsinntektsveksten er mer usikker på mellomlang sikt er naturlig ettersom vi har antatt at standardavviket er høyere enn på kort og lang sikt. Driftsinntekten vil påvirke driftsresultatet, hvilket vil påvirke kontantstrømmen til egenkapitalen og følgelig egenkapitalverdien. Finansiell gjeldsdel påvirker også verdiestimatet. En økning i finansiell gjeldsdel vil øke gearingen og dermed skalere opp den strategiske fordelene.



Figur 51 Sensitivitetsanalyse

Vi ser så på tornadoanalysen for å identifisere hvilken påvirkning driverne har på verdiestimatet. Figur 52 viser resultatet fra tornadoanalysen og hvordan verdiestimatet en driver isolert sett kan påvirke verdiestimatet. Vi ser at verdiestimatet er mest sensitivt for Nibor 3 måneders renten, netto driftsmargin i steady state og driftsinntektsveksten på mellomlang sikt. Dette stemmer overens med variasjonsanalysen over. Størst betydning for verdiestimatet Nibor 3 måneders renten, figuren viser at dersom Nibor-renten faller til 2,3% vil verdiestimatet øke til kr. 1331 per aksje, gitt alt annet likt. Og dersom den øker til 3,5% vil verdiestimatet per aksje falle til kr. 1069. Dette er forenelig med at økt rente gir høyere avkastningskrav og dermed lavere egenkapitalverdi. Netto driftsmargin på mellomlang sikt forklarte 29,1% av variasjonen i estimatet, og vi ser av figuren under at dersom marginen øker til 3% vil verdiestimatet per aksje øke til kr.1308.



Figur 52 Tornadoanalyse resultat

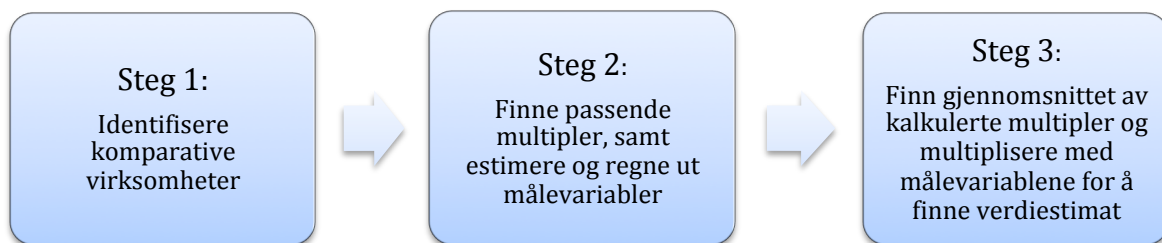
12.5.3 Oppsummering av verdiestimat og usikkerhet

Med utgangspunkt i fremtidsregnskapet og balansen som vi fant i kapittel 10, samt fremtidskravene vi estimerte i kapittel 11 har vi utarbeidet verdiestimat for NorgesGruppen sin egenkapital. Det første estimatet beregnet vi ved å benytte egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden på budsjetterte vekter. Vektene ble så oppdatert og gjennom en konvergeringsprosess fant vi et estimat på egenkapitalen på 46 134 MNOK, eller kr. 1153 per aksje.

Etttersom det er knyttet usikkerhet til verdiestimatet har vi gjennomført en simulering i Crystal Ball. Budsjett drivere som driftsinntektsvekst, omløpet til netto driftseiendeler og netto driftsmargin ble gjort stokastiske på kort-, mellom –og lang sikt. Samt verdidriverne finansiell gjeldsdel, markedsrisikopremien og Nibor 3 måneders renten ble gjort stokastisk på lang sikt. Simuleringen gav oss et verdiestimat på 48 200 MNOK, eller kr. 1205 per aksje. Gjennom sensitivitetsanalyse fant vi at verdiestimatet var spesielt sensitivt for Nibor renten, netto driftsmargin i steady state og driftsinntektsveksten på mellomlang sikt. Vi velger å vekte verdiestimatet fra konvergeringsprosessen og simuleringen likt, følgelig blir foreløpig verdi av egenkapitalen MNOK 47 167 og kr. 1179 per aksje. Før endelig verdi på egenkapitalen fastsettes utfører vi en komparativ verdsettelse, som en supplerende verdivurdering.

13. Supplerende/ komparativ verdivurdering

Komparativ eller relativ verdivurdering er en verdivurderingsteknikk der en målet er å finne verdien på en eiendel eller et selskap ved å sammenligne verdien på samme type eller lignende typer eiendeler eller selskaper (Knivsflå, 2019p, p. 4). Denne typen verdsettelsesteknikk er enklere og mindre kostbar enn den fundamentale verdivurderingen og blir derfor mye nyttet i praksis (Knivsflå, 2019p, p. 8). Den komparative verdivurderingen vil bli gjennomført som følgende tre steg.



Figur 53 Steg i komparativ verdivurdering

13.1.1 Multipler

Det blir skilt mellom resultat og kontantstrømorienterte multipler, balanseorienterte multipler og ikke finansielle multipler (Kaldestad & Møller, 2016, pp. 221-222). Når en bruker multipler til verdivurdering kan en ta utgangspunkt i resultatoppstillingen. En kan for eksempel ta utgangspunkt i omsetning, EBITDA, EBIT eller resultat etter skatt eller tall fra balansen som for eksempel eiendeler, sysselsatt kapital, eller egenkapitalen for å så multiplisere dette med en faktor (Kaldestad & Møller, 2016, p. 221). Når en skal finne en passende multipl, tar en utgangspunkt i prisingen på andre selskaper, hvor markedet allerede har estimert en verdi på fremtidig kontantstrøm og antar at det samme forholdet mellom verdi og faktoren en ser på gjelder for det selskapet en skal verdivurdere (Kaldestad & Møller, 2016, p. 222).

13.1.2 Komparative aktører

I komparativ verdsettelse bør de komparative virksomhetene være børsnoterte (Kaldestad & Møller, 2016, p. 223). Det forutsettes at selskapene skal være sammenlignbare med hensyn til størrelse, lønnsomhet, vekst og risiko (Kaldestad & Møller, 2016, p. 227). Det har vært vanskelig å finne virksomheter som er sammenlignbare med hensyn til størrelsen på kjedene, produktorisiko og makrofaktorer.

Verken Coop eller Rema er børsnoterte og vi velger derfor å se på andre europeiske aktører. Videre i utredningen vil vi ta utgangspunkt i Orkla, Carrefour, Kesko og Metro. Orkla er ikke en dagligvarekjede, men en leverandør av merkevarer til dagligvarekjedene. Orkla vil likevel være relevant da den vil være påvirket av noen av det samme makrofaktorene som NorgesGruppen. Carrefour er en av det største hypermarkedkjedene i verden. Carrefour konsernet driver rundt 12 300 butikker i mer en 30 land, med hovedkvarter i Frankrike. Av 12 300 butikker utgjør 1528, 3273 supermarked og 7327 dagligvarebutikker (Carrefour, 2017).

Kesko er en finsk aktør, som opererer i dagligvarehandel i tillegg til bygg, teknisk handel og bilhandel. Av sammenlignbart driftsresultat utgjør dagligvarehandelen 69%. Aktøren omfatter rundt 1800 butikker i Finland, Sverige, Norge, Estland, Lativa, Litauen, Hviterussland og Polen (Kesko, 2019).

Metro er en internasjonalt ledende spesialist innen engroshandel og matvarehandel. Kjernen består av salgslinjene METRO / MAKRO Cash & Carry og Real. METRO / MAKRO Cash & Carry er aktiv rundt i verden med selvbetjenings grossisthandel - med 760 grossistforretninger i 25 land. Real driver mer enn 280 hypermarkeder i hele Tyskland, noe som gjør det til et av landets ledende supermarkeder (Metro, 2019).

Virksomhetene opererer i ulike land og marked. Dette kan jevne ut noe av forskjellene, selv om sammenligningsgrunnlaget ikke er helt optimalt. Grunnet usikkerheten i disse estimatene velger vi å vekte den komparativer verdsettelsen med $\frac{1}{4}$ i forhold til den fundamentale verdivurderingen som vi veker $\frac{3}{4}$ i endelig verdierstat.

En enkel omgruppering er gjort for det komparative virksomhetene for å finne netto finansiell gjeld. Børskursen er hentet fra 31.12.2018. For å finne verdierestimatet til netto driftskapital til NorgesGruppen har vi tatt utgangspunkt i gjennomsnittet av multiplene til i Orkla, Carrefour, Kesko og Metro. Gjennomsnittet er multiplisert med bokført nettodriftskapital for å beregne endelig verdierestimat til netto driftskapital. Egenkapitalverdien til NorgesGruppen fastsettes indirekte gjennom å ta utgangspunkt i virkelig verdi av netto driftskapital og multiplene som er regnet ut.

Følgende tabell gir en oversikt over markedsverdien på egenkapitalen per 31.12.2018. Dette gjør vi med utgangspunkt i å multiplisere antall aksjer med aksjekursen per 31.12.2018. I tabellene har vi brukt valutaen som er oppgitt i regnskapet, ettersom vi beregner forholdstall vil ikke valutakursen påvirke verdiene. Lokal valuta er derfor oppgitt i tabell 106.

	<i>Orkla</i>	<i>Carrefour</i>	<i>Kesko</i>	<i>Metro</i>
Valuta	NOK	EUR	EUR	EUR
Aksjekurs 31.12.2018	68,04	14,9	47,1	13,4
Antall aksjer	1019	775	100	363
Markedsverdi EK per 31.12.2018	69328	11548	4710	4864

Tabell 106 Markedsverdi EK komparative virksomheter

Fra de komparative selskapene sine årsrapporter har vi funnet følgende verdier. Igjen er alle tall oppgitt i lokal valuta som oppgitt i regnskapet. Ettersom vi skal beregne forholdstall anser vi det som mest nøyaktig å beholde opprinnelig valuta.

	<i>NorgesGruppen</i>	<i>Orkla</i>	<i>Carrefour</i>	<i>Kesko</i>	<i>Metro</i>
Driftsinntekter	87813	40837	76000	10383	29476
EBITDA	4992	5991	3469	478	1525
EBIT	3140	4777	1905	332	823
Egenkapital	19843	34080	11286	2198	3130
Netto finansiell gjeld	3984	4729	10560	249	3968
Netto driftskapital	23827	38809	21846	2447	7098

Tabell 107 Regnskapsverdier

Tabell 108 viser multiplikatoren for netto driftskapital for det valgte selskapene. Vi anvender markedsverdien fra tabell 106 og legger til balanseført netto finansiell gjeld for å finne et verdiestimat på netto driftskapital. Estimatet dividerer vi på bokført netto driftskapital for å finne multiplikatoren for netto driftskapital.

<i>Verdi NDK</i>	<i>Orkla</i>	<i>Carrefour</i>	<i>Kesko</i>	<i>Metro</i>
Børsverdi egenkapital per 31.12.2018	69328	11548	4710	4864
Balanseført NFG	4729	10560	249	3968
Verdiestimat NDK	74057	22108	4959	8832
Bokført NDK	38809	21846	2447	7098
Multiplikator NDK	1,908	1,012	2,027	1,244

Tabell 108 NDK multiplikator

Ettersom NorgesGruppen ikke er børsnotert velger vi å anvende multiplikatorene fra de komparative virksomhetene for å beregne et verdiestimat på netto driftskapital. Vi multipliserer bokført netto driftskapital for NorgesGruppen med gjennomsnittet av multiplikatorene fra tabell 108. Dette gir et verdiestimat på netto driftskapitalen til NorgesGruppen på MNOK 36 880.

<i>Verdi NDK</i>	<i>NorgesGruppen</i>
Multiplikator snitt	1,548
Bokført NDK	23827
Verdiestimat NDK	36880

Tabell 109 Verdiestimat NDK

For å gjennomføre den komparative analysen beregner vi også multiplene til EBIT og EBITDA. Ettersom vi har estimert verdien på netto driftskapital for NorgesGruppen velger vi å beregne EV/EBIT og EV/EBITDA for NorgesGruppen. Estimatene vil inkluderes ved beregning av gjennomsnittlig multiplikatorverdi, som igjen anvendes for å estimere verdiestimatet til egenkapitalen. I tabell 110 er de ulike multiplene vist, vi anvender disse i avsnitt 13.1.2 til 13.1.5.

	<i>EV/NDK</i>	<i>EV/EBIT</i>	<i>EV/EBITDA</i>
NorgesGruppen	1,548	11,7	7,39
Orkla	1,908	15,5	12,36
Carrefour	1,012	11,6	6,373
Kesko	2,027	14,9	10,375
Metro	1,244	10,7	5,792
Gjennomsnitt	1,548	12,904	8,458

Tabell 110 Multiplikatorer

13.1.3 Pris/ bok

Måler markedsverdien av egenkapital i forhold til bokført verdi av egenkapital (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017, p. 583). Multiplikatoren kan gi en indikasjon på selskapets evne til verdiskapning. Ved å ha en høy Pris/Bok (*P/B*) indikerer dette at markedet forventer at virksomheten kan skape merverdier på virksomhetens eiendeler. Har en *P/B* multiplikatoren på under 1, kan det være en indikasjon på at verdier for aksjonærene kan ødelegges, eventuelt at det foreligger et nedskrivningsbehov. Lønnsomheten er da svak fordi markedsverdien av egenkapitalen er lavere enn den bokførte verdien. Ulemper med denne metoden er at ulike regnskapseffekter kan medføre at virksomheter som i utgangspunktet er identiske får ulike multiplikatorer. For eksempel gjennom ulik avskrivningsprofil og ulik praksis for aktivisering av investeringer i immaterielle eiendeler (Kaldestad & Møller, 2016, pp. 233-234).

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Markedsverdi av EK}}{\text{Bokført verdi EK}}$$

For å finne estimatet på egenkapitalen og verdien per aksje tar vi utgangspunkt i *EV/NDK*, *EV/EBIT*, *EV/EBITDA*. For å finne *EV/NDK* finner vi først verdiestimatet på netto driftskapital og bokført netto driftskapital. Deretter regner ut multiplikatorene og deretter snittet av dem. Verdien av netto driftskapital blir multiplisert med multiplikatoren og vi finner estimatet på netto driftskapital, vi trekker fra netto finansiell gjeld og finner verdiestimatet på egenkapitalen. Verdi per aksje blir så funnet ved å dele på antall aksjer.

	<i>NorgesGruppen</i>	<i>Orkla</i>	<i>Carrefour</i>	<i>Kesko</i>	<i>Metro</i>
Verdiestimat NDK	36880	74057	22108	4959	8832
Bokført NDK	23827	38809	21846	2447	7098
EV/NDK- multiplikator		1,908	1,012	2,027	1,244
Gjennomsnitt	1,548				
NDK NorgesGruppen	23827				
Verdi NDK	36880				
NFG	3984				
Verdiestimat EK	32895				
Utestående aksjer	40				
Verdi per aksje	822				

Tabell 111 EV/NDK

13.1.4 EV/EBIT

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi EK} + \text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

EV/EBIT er en nyttig multiplikator som sammenligner selskapenes underliggende drift. I motsetning til EBITDA er avskrivninger inkludert, hvilket til en viss grad tar hensyn til investeringsbehovet. Metoden ignorerer dog forskjeller i risiko. Forskjeller i metoder for avskrivninger og nedskrivninger av goodwill og andre eiendeler kan påvirke EBIT, slik at sammenligningsgrunnlaget blir ulikt (Kaldestad & Møller, 2016, p. 232). For å finne EV/EBIT finner vi først verdiestimatet på netto driftskapital og EBIT. Deretter regner vi ut multiplikatorene og snittet av dem. Verdien av netto driftskapital blir multiplisert med gjennomsnittet av multiplikatorene for å finne estimatet på netto driftskapital. For å finne verdiestimatet på egenkapitalen trekker vi fra netto finansiell gjeld. Verdi per aksje blir så funnet ved å dele på antall aksjer.

	<i>NorgesGruppen</i>	<i>Orkla</i>	<i>Carrefour</i>	<i>Kesko</i>	<i>Metro</i>
Verdiestimat NDK	36880	74057	22108	4959	8832
EBIT	3140	4777	1905	332	823

EV/EBIT	11,7	15,5	11,6	14,9	10,7
Gjennomsnitt	12,9				
EBIT NorgesGruppen	3140				
Verdi NDK	40519				
NFG	3984				
Verdiestimat EK	36535				
Utestående aksjer	40				
Verdi per aksje	913				

Tabell 112 EV/EBIT

13.1.5 EV/ EBITDA

Multiplikatoren gjør det mulig å sammenligne den underliggende driften i en virksomhet. Ved å måle driftsresultatet før avskrivninger ekskluderer en forskjeller som oppstår på grunn av ulik avskrivningsprofil og goodwill, samt tilfeldige finansinntekter. Ulempen med denne metoden er at den ikke ser på forskjeller i risiko og fremtidig investeringsbehov. Dersom virksomheten har store oppgraderingsbehov bør det tas hensyn til ved vurdering av EV/EBITDA multiplikatoren. Samme problem kan forekomme ved høy grad av operasjonell leasing (Kaldestad & Møller, 2016, pp. 231-232).

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

For å finne EV/EBITDA følger vi samme fremgangsmåte som for EV/EBIT. Resultatet er vist i tabell 112.

	<i>NorgesGruppen</i>	<i>Orkla</i>	<i>Carrefour</i>	<i>Kesko</i>	<i>Metro</i>
Verdiestimat NDK	36880	74057	22108	4959	8832
EBITDA	4992	5991	3469	478	1525
EV/EBITDA-multiplikator	7,39	12,361	6,373	10,375	5,792
Gjennomsnitt	8,46				

EBITDA NorgesGruppen	4992
Verdi NDK	42221
NFG	3984
Verdiestimat EK	38237
Utestående aksjer	40
Verdi per aksje	956

Tabell 113 EV/EBITDA

Vi har fått verdiestimater i intervallet mellom 822 og 956. Det er her knyttet usikkerhet til at ulike regnskapseffekter kan medføre at virksomheter som i utgangspunktet er identiske får ulike multiplikatorer, for eksempel gjennom forskjellig avskrivningsprofil og ulik praksis for aktivering av avskrivninger i immaterielle eiendeler (Kaldestad & Møller, 2016, s.233-234). Vi har valgt å vekte de tre multiplene likt, hvilket gir oss et verdiestimat på egenkapitalen på MNOK 35 880 tilsvarende kr. 897 per aksje.

	<i>Vekt</i>	<i>Verdi egenkapital</i>	<i>Verdi per aksje</i>
EV/NDK	33 %	32 880	822
EV/EBIT	33 %	36 520	913
EV/EBITDA	33 %	38 240	956
Verdiestimat	100 %	35 880	897

Tabell 114 Komparativ verdsettelse oppsummert

14. Oppsummering og konklusjon

Fra den strategiske analysen fant vi at NorgesGruppen opererer i en bransje preget av middels trusler fra rivaler, substitutter, nykommere og leverandører. Bransjefordelen er relativt stor og vesentlig større enn ressursfordelen. Den største trusselen mot lønnsomheten i bransjen og for NorgesGruppen er potensielle tiltak som iverksettes for å øke konkurransen.

NorgesGruppen sin ressursfordel stammer fra stordriftsfordeler i innkjøp og distribusjon. De har også en attraktiv posisjon, med butikker innenfor de ulike segmentene. I analysen har vi antatt at de vil beholde sin posisjon som markedsleder, men at det trolig ikke kan vokse ubegrenset uten inngrep fra myndighetene. I avsnitt 10.1 diskuterte vi ulike konkurransefremmende tiltak som kan iverksettes og hvordan de vil påvirke NorgesGruppen. Fremtidsregnskapet er bygget på antakelser om at driftsinntektsveksten og marginen vil være lavere enn tidligere. Dette vil føre til en lavere strategisk fordel, hvilket er forenelig med antakelsen om at konkurransefremmende tiltak vil iverksettes. Analysen av den strategiske fordelene i fremtiden viser at den strategiske fordelene reduseres fra 10,3% i regnskapsperioden til 6,04% i steady state.

Den fundamentale verdivurderingen gir et estimat på egenkapitalen på 47 167 MNOK, som per aksje utgjør 1179. Ved bruk av den komparative metoden har vi fått et estimat på egenkapitalen på 35 880 MNOK, tilsvarende 897 per aksje. Den fundamentale verdivurderingen anvender NorgesGruppen sine regnskapstall og er basert på den strategiske analysen. Den fundamentale verdsettelsen anvender komparative selskaper for beregning av egenkapitalverdien. En svakhet ved den komparative verdsettelsen er som nevnt at flere av selskapene ikke holder til i Norge. Vi velger derfor å vekte den fundamentale verdivurderingen høyere enn den komparative verdsettelsen. Endelig verdiestimat fastsettes med som en vektig mellom de to estimatene, den fundamentale verdsettelsen vektet med 3/4, mens den komparative vektet med 1/4. Vi får da et endelig verdiestimat på egenkapitalen til NorgesGruppen på 44 345 MNOK, tilsvarende 1109 per aksje.

15. Litteraturliste

- Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management* , 17 (1), 99-120.
- Barney, J. B. (1995). Looking inside for competitive advantage. *The Academy of Management Executive* , 9 (4), 49-61.
- Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M., & Schaefer, S. (2013). *Economics of strategy* (6th edition ed.). Singapore: John Wiley & Sons Inc.
- Carrefour. (2017). Retrieved mai 18, 2019 from <http://www.carrefour.com/content/key-figures>
- Carefour Årsrapport 2018. (2019, februar 28). From http://www.carrefour.com/sites/default/files/communique_carrefour_resultats_2018_veng.pdf
- Christensen, J. (2014, November 26). *Importvern*. Retrieved Februar 4, 2019 from <https://snl.no/importvern>
- Coop Norge SA. (2017a). *Årsrapport 2017*. Retrieved januar 2019 from https://coop.no/globalassets/om-coop/armeldinger/2017/coop_arsrapport_2017_dobbeltsider_web.pdf
- Coop Norge. (2017b). *Coops historie*. Retrieved februar 14, 2019 from Coop Norge: <https://coop.no/om-coop/virksomheten/coop-norge-sa/historie/historie/>
- Coop Norge. (u.d.a). *Den første butikken*. Retrieved 2019 from <https://coop.no/om-coop-x/virksomheten/coop-norge-sa/historie/den-forste-butikken/>
- Coop Norge. (u.d.b). *Medlemsfordeler*. Retrieved februar 2, 2019 from Coop Norge SA: <https://coop.no/medlem/medlemsfordeler/>
- Dagligvarehandelen. (2016, desember 1). *Hvem er hvem 2016* . Retrieved februar 14, 2019 from Dagligvarehandelen: https://issuu.com/dagligvarehandelen/docs/heh_2016-10-18

Dagligvarehandelen. (2018, Mars). *DAGLIGVAREFASITEN 2018*. Retrieved Februar 10, 2019 from

https://dagligvarehandelen.no/sites/handelsbladet.no/files/dagligvarefasiten_2018.pdf

Dalen, A., & Nilsen, A. A. (2017, september 26). *Rema 1000-sjef slutter etter bestevenn-fiasko*. Retrieved februar 6, 2019 from E24: <https://e24.no/naeringsliv/rema-1000/rema-1000-sjef-slutter-etter-bestevenn-fiasko/24149962>

Dalseg, E., & Faltin, T. (2018, august 8). *Dagligvarebransjen under lupen: - Propaganda at norsk mat er billig*. Retrieved februar 14, 2019 from Dagbladet:

<https://www.dagbladet.no/mat/dagligvarebransjen-under-lupen---propaganda-at-norsk-mat-er-billig/70080262>

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation*. New Jersey: John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2018, januar 5). *Data archives*. Retrieved mars 18, 2019 from Damodaran online:

http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#industry

Forbrukerrådet. (2013). *Dagligvareundersøkelsen*. Retrieved April 16, 2018 from

Forbrukerrådet: <https://www.forbrukerradet.no/wp-content/uploads/2015/09/Dagligvareundersøkelsen.pdf>

Forbrukerrådet. (2017, Februar 28). *Årsrapport 2016*. Retrieved Oktober 26, 2017 from Forbrukerrådet: <https://fil.forbrukerradet.no/wp-content/uploads/2015/10/arsrapport-2016-v.2.pdf>

Forbrukerrådet. (u.d.). *Om oss*. Retrieved 2019 from

<https://www.forbrukerradet.no/forside/om-oss/>

Hem, L. E. (2016, april 02). *FÅ MERKENE DIREKTE UT*. Retrieved mai 27, 2019 from

NHH Bulletin: https://www.nhh.no/nhh-bulletin/artikkelarkiv/eldre-saker/2016/april/kjedenes-egne-merker/?fbclid=IwAR0F9uS3vKjTpm8jLQb2oMBI6VZsjE7vFV8mPdoM7EGdq-G4_uS32h6s8mE

Hjelmeng, E. J., & Sørgard, L. (2014). *Konkurransopolitikk*. Fagbokforlaget.

-
- Hoemsnes, A. (2018, mai 19). *Bytter private opplysninger mot rabatter*. Retrieved februar 12, 2019 from Dagens Næringsliv: https://www.dn.no/privatokonomi/bytter-private-opplysninger-mot-rabatter/2-1-345423?fbclid=IwAR2j70Lwhvq5YXWewv98SO3MgyRm_qnFAcu0BhobTJ73h_K1-2qUcLv-9IA
- Hopland, S. (2018, august 11). *Avviser blankt at matkassene går mot døden*. Retrieved januar 25, 2019 from E24: <https://e24.no/naeringsliv/dagligvarebransjen/avviser-blankt-at-matkassene-gaar-mot-doeden/24412286>
- Hopland, S. (2019, mars 11). *Næringsministeren vil styrke tilsynet av dagligvarebransjen*. Retrieved mars 13, 2019 from e24: https://e24.no/naeringsliv/dagligvarebransjen/naeringsministeren-vil-styrke-tilsynet-av-dagligvarebransjen/24578930?fbclid=IwAR3t2WQ47Sf7JMhiInYiwdixnorLdDhF_5q4KruBENOZr-Zy831XVp6tDs
- Hopland, S., Sagmoen, I., & Johannessen, N. (2018, april 13). *Stor-razzia hos dagligvarekjeder*. Retrieved mars 13, 2019 from e24: <https://e24.no/naeringsliv/dagligvarebransjen/stor-razzia-hos-dagligvarekjeder/24309692>
- Joker. (2017, November 28). *Om oss i Joker*. Retrieved 2019 from <https://joker.no/Om-Joker/Om-oss-i-Joker/>
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering* (2. utgave ed.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Kesko. (2019). Retrieved 2019 from https://www.kesko.fi/globalassets/03-sijoittaja/raporttikeskus/2019/q1/kesko_vsk_2018_en.pdf
- Kiwi. (2018, Februar 27). *KIWI vokser fem ganger mer enn markedet*. Retrieved 2019 from <https://kiwi.no/Informasjon/Presse/#!/pressreleases/kiwi-vokser-fem-ganger-mer-enn-markedet-2430333>
- Knivsflå, K. H. (2019a). *F3 - REKNESKAPSANALYSE RAMME OG «TRAILING»*. Retrieved mars 18, 2019 from BUS440A:

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2003%20-%202019.pdf>

Knivsfå, K. H. (2019b). *F4 - OMGRUPPERING FOR ANALYSE*. Retrieved mars 18, 2019 from BUS440A: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2004%20-%202019.pdf>

Knivsfå, K. H. (2019c). *F5 - OMGRUPPERING*. Retrieved mai 26, 2019 from BUS440: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2005%20-%202019.pdf>

Knivsfå, K. H. (2019d). *F7- MÅLEFEIL*. Retrieved mars 18, 2019 from BUS440A: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2007%20-%202019.pdf>

Knivsfå, K. H. (2019e). *F9- Kredittvurdering*. Retrieved mai 10, 2019 from <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2009%20-%202019.pdf>

Knivsfå, K. H. (2019f). *F10 - AVKASTINGSKRAV*. Retrieved mars 18, 2019 from BUS440: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2010%20-%202019.pdf>

Knivsfå, K. H. (2019g). *F11 - STRATEGISK RENTABILITETSANALYSE*. Retrieved mars 19, 2019 from BUS440A: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2011%20-%202019.pdf>

Knivsfå, K. H. (2019h). *F12- STRATEGISK DRIFTSANALYSE*. Retrieved mai 10, 2019 from <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2012%20-%202019.pdf>

Knivsfå, K. H. (2019i). *F14- FRAMTIDSREKNESKAP*. Retrieved mai 10, 2019 from BUS440: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2014%20-%202019.pdf>

-
- Knivsfå, K. H. (2019j). *F15 - FRAMTIDSREKNESKAP*. Retrieved mai 10, 2019 from <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2015%20-%202019.pdf>
- Knivsfå, K. H. (2019k). *F16- FRAMTIDSKRAV*. Retrieved mai 10, 2019 from <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2016%20-%202019.pdf>
- Knivsfå, K. H. (2019l). *F17 - FUNDAMENTAL VERDIVURDERING*. Retrieved mai 26, 2019 from BUS440: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2017%20-%202019.pdf>
- Knivsfå, K. H. (2019m). *F18 - SK - METODEN OG VERDIKONVERGENS*. Retrieved mai 12, 2019 from <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2018%20-%202019.pdf>
- Knivsfå, K. H. (2019n). *F19 - UVISSE Føreling ved I VERDIESTIMATET*. Retrieved mai 12, 2019 from <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2019%20-%202019.pdf>
- Knivsfå, K. H. (2019o). *F20- Fundamental verdivurdering*. Retrieved mai 10, 2019 from <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2020%20-%202019.pdf>
- Knivsfå, K. H. (2019p). *F23 - KOMPARATIV VERDIVURDERING*. Retrieved mai 12, 2019 from <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2023%20-%202019.pdf>
- Konkurransetilsynet. (2015, Oktober 7). *Coop får overta Ica Norge*. Retrieved Februar 13, 2019 from https://konkurransetilsynet.no/coop-far-overta-ica-norge/?fbclid=IwAR2fuhLzDdyhz1COooUa_NjVI5vJZg-WDdBxrW07dvn0MzajbNC0ivIHKM0
- Konkurransetilsynet. (u.d.). *Om konkurranseetilsynet*. Retrieved Februar 2019 from <https://konkurransetilsynet.no/om-oss/>

- Laugen, S., & Kleppe, M. K. (2014, mai 12). *Industrien bør frykte Rema og Coop*. Retrieved februar 6, 2019 from Dagens Næringsliv: <https://www.dn.no/handel/norgesgruppen/rema/coop/-industrien-bor-frykte-rema-og-coop/1-1-5108953>
- Landbruks- og matdepartementet. (2009). *St.meld. nr. 39 (2008-2009) Klimautfordringene – landbruket en del av løsningen Klimautfordringene – landbruket en del av løsningen*. Oslo: Landbruks- og matdepartementet.
- Landbruks- og matdepartementet. (2011). *Meld. St. 9 (2011-2012) Landbruks- og matpolitikken – Velkommen til bords*. Oslo: Landbruks- og matdepartementet.
- Landbruksdirektoratet. (2018a). *Markedsrapport 2017, vurdering av markedene for norske landbruksvarer*.
- Landbruksdirektoratet. (2018b). *Omverdenen til norsk landbruk og matindustri for 2017*.
- Landbruksdirektoratet. (2019a). *Importutvikling*. Retrieved mai 10, 2019 from Landbruksdirektoratet: <https://www.landbruksdirektoratet.no/no/statistikk/import>
- Landbruksdirektoratet. (2019b). *Produksjon og omsetning av økologiske landbruksvarer*. Oslo: Landbruksdirektoratet.
- Libell, H. P. (2013, desember 2013). *Kjedene slåss om distribusjonen*. Retrieved februar 7, 2019 from Dagens Perspektiv: <https://www.dagensperspektiv.no/2013/kjedene-slass-om-distribusjonen>
- Løwendahl, B. R., & Wenstøp, F. (2010). *Grunnbok i strategi*. Cappelen akademiske forlag.
- Meny. (2014, April 2). *OM MENY*. Retrieved 2019 from <https://meny.no/Om-MENY/>
- Menon Economics. (2018). *KONKURRANSE I DAGLIGVAREMARKEDET - KONKURRANSE I ALLE LEDD*. Menon Economics.
- Metro. (2019). Retrieved 2019 from <https://www.metroag.de/en/company/company-structure>
- Metro årsrapport 2018. (2019). Retrieved 2019 from https://reports.metroag.de/annual-report/2017-2018/servicepages/downloads/files/entire_metro_ar1718.pdf

-
- Molnes, G., & Tuv, N. (2017, februar 9). *Mener Rema har bommet med Æ: - Har blitt taperen*. Retrieved februar 2, 2019 from E24:
<https://e24.no/naeringsliv/dagligvarebransjen/dagligvareekspert-mener-rema-har-bommet-med-ae-har-blitt-taperen/23918842>
- Nielsen. (2014). *Dagligvareerapporten 2014*. Oslo: Nielsen.
- Nielsen. (2017, februar 28). *DAGLIGVARERAPPORTEN 2017 - FASITEN ER KLAR!*
Retrieved februar 14, 2019 from Nielsen:
<https://www.nielsen.com/no/no/insights/reports/2017/grocery-report-2017-the-gold-standard-is-ready.html>
- Nielsen. (2018, februar 27). *REKORDLAV VEKST I NORSK DAGLIGVARE I 2017*.
Retrieved februar 12, 2019 from Nielsen:
<https://www.nielsen.com/no/no/insights/news/2018/dagligvareerapporten-2018.html>
- Nielsen. (2019a, mars). *Dagligvarefasiten 2019*. Retrieved mai 10, 2019 from Dagligvarehandelen.no:
https://dagligvarehandelen.no/sites/handelsbladet.no/files/dagligvarefasiten_2019.31.pdf?fbclid=IwAR1JByTYnFWrzvkbOpcn1TSXOV8ABGP3rkS4WxhwYoY2gRtA5nxxf59EA9E
- Nielsen. (u.d.). *RETAIL MEASUREMENT*. Retrieved februar 13, 2019 from Nielsen :
<https://www.nielsen.com/eu/en/solutions/measurement/retail.html>
- NILF. (2013, januar). *Dagligvarehandel og mat*. (I. Pettersen, Editor) Retrieved februar 1, 2019 from <https://nnn.no/wp-content/uploads/2013/11/DagligvarehandelOgMat2013.pdf>
- NOU 2011:4. *Mat, makt og avmakt – om styrkeforholdene i verdikjeden for mat*. Oslo: Departementenes servicesenter Informasjonsforvaltning.
- Norges Bank. (2019a, mars 27). *Statsobligasjoner daglige noteringer*. Retrieved mars 27, 2019 from Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>

- NorgesGruppen. (2014, mars). *Årsrapport 2013*. Retrieved januar 2019 from <https://www.norgesgruppen.no/globalassets/finansiell-informasjon/rapporter/2013/arsrapport-2013.pdf>
- NorgesGruppen. (2015a, mars). *Årsrapport 2014*. Retrieved januar 2019 from https://www.norgesgruppen.no/globalassets/finansiell-informasjon/rapporter/2014/ng_aarsrapport_2014.pdf
- NorgesGruppen. (2015b, mars 2). *Derfor forhandler vi med de store leverandørene*. Retrieved januar 23, 2019 from NorgesGruppen: <https://www.norgesgruppen.no/om-oss/artikler/derfor-er-forhandlinger-et-gode-for-forbruker/>
- NorgesGruppen. (2016). *Årsrapport 2015*. Retrieved 2019 from https://www.norgesgruppen.no/globalassets/finansiell-informasjon/rapportering/ng_aarsrapport_2015.pdf
- NorgesGruppen. (2017a, mars 30). *Årsrapport 2016*. Retrieved januar 20, 2019 from https://www.norgesgruppen.no/globalassets/finansiell-informasjon/rapportering/ng_arsrapport_2016.pdf
- NorgesGruppen. (2017b, januar 26). *Slik fungerer Trumf*. Retrieved februar 2, 2019 from NorgesGruppen: <https://www.norgesgruppen.no/presse/nyhetsarkiv/aktuelt/slik-fungerer-trumf/>
- NorgesGruppen. (2018a, mars). *Effektiv distribusjon*. Retrieved februar 7, 2019 from NorgesGruppen: <https://www.norgesgruppen.no/globalassets/faktaark-2018/fakta-distribusjon-2018.pdf>
- NorgesGruppen. (2018b, mars). *Forhandlinger*. Retrieved februar 7, 2019 from NorgesGruppen: <https://www.norgesgruppen.no/globalassets/faktaark-2018/fakta-forhandlinger-2018.pdf>
- NorgesGruppen. (2018c, mars). *Priser*. Retrieved mars 6, 2019 from NorgesGruppen Fakta: <https://www.norgesgruppen.no/globalassets/faktaark-2018/fakta-dagligvarepriser-2018.pdf>

-
- NorgesGruppen. (2018d). *Årsberetning 2017*. Retrieved 2019 from https://www.norgesgruppen.no/globalassets/finansiell-informasjon/rapportering/ng_arsregnskap_2017.pdf
- NorgesGruppen. (2019a, april). *Årsrapport 2018*. Retrieved mai 10, 2019 from NorgesGruppen: <https://www.norgesgruppen.no/globalassets/finansiell-informasjon/arsregnskap-2018.pdf>
- NorgesGruppen. (2019b, april 16). *Sparte over 1 mrd. kroner i Trumf-bonus*. Retrieved mai 10, 2019 from NorgesGruppen: https://www.norgesgruppen.no/presse/nyhetsarkiv/aktuelt/sparte-over-1-mrd.-kroner-i-trumf-bonus/?fbclid=IwAR15XNmp224if5F_J72cVFVebjPCcoUfhZEiv5t5ynsDczZy3sm57G9rRdc
- NorgesGruppen. (u.d.a). *Enklere og raskere handel*. Retrieved februar 6, 2019 from NorgesGruppen: <https://www.norgesgruppen.no/om-oss/ambisjonene-i-praksis/enklere-og-raskere-handel/>
- NorgesGruppen. (u.d. b). *146 års dagligvarehistorie*. Retrieved 2019 from <https://www.norgesgruppen.no/presse/artiklar/verdiskaping/146-ars-dagligvarehistorie/>
- NTB. (2018, mai 11). *Regjeringen skroter egen matpris-app: - For komplisert*. Retrieved mars 06, 2019 from Dagbladet: <https://www.dagbladet.no/mat/regjeringen-skroter-egen-matpris-app---for-komplisert/69794976>
- OFG. (2017). *Totaloversikten 2016*. Langhus: Opplysningskontoret for frukt og grønt.
- OFG. (2019). *Totaloversikten 2018*. Langhus: Opplysningskontoret for frukt og grønt.
- Oslo Economics. (2017). *Etableringshindringer i dagligvaresektoren*. Oslo Economics.
- Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Mc Graw Hill.
- Petersen, C., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017). *Financial statement analysis*. Bergen: Fagbokforlaget.

- Porter, M. E. (1979, mars u.d.). How Competitive Forces Shape Strategy. *Harvard Business Review*, pp. 137-145.
- Porter, M. E. (2008, januar). The Five Competitive Forces That Shape Strategy. *Harvard Business Review*, 39-76.
- PwC. (2015). *Big Data Hva er Big Data, og hva betyr Big Data for deg?* PwC Consulting.
- PwC. (2016, september). *IFRS 16: The leases standard is changing Are you ready?* Retrieved mai 10, 2019 from PwC: <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/assets/ifrs-16-new-leases.pdf>
- PwC. (2018, desember). *PwC*. Retrieved mars 18, 2019 from Risikopremien i det norske markedet: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/PwC-risikopremie-2018.pdf>
- Rema 1000. (2015, Oktober 2). *Historikk*. Retrieved Februar 13, 2019 from <https://www.rema.no/historikk/>
- Rema 1000. (2018). *Årsrapport 2017*. Retrieved januar 2019 from <https://www.rema.no/wordpress/wp-content/uploads/2018/05/17-REMA-1000-Årsrapport-2017.pdf>
- Rema 1000 . (2019, april). *Årsrapport 2018*. Retrieved mai 10, 2019 from Rema 1000: <https://www.rema.no/wordpress/wp-content/uploads/2019/04/Årsrapport-2018.pdf>
- Rema 1000. (u.d.). *Dette er Æ*. Retrieved februar 2, 2019 from Rema1000: <https://www.rema.no/ae/>
- SIFO. (2016). *Vareutvalg av mat og drikke i norske dagligvarebutikker: Utvikling, egne merkevarer og sammen- ligning med Sverige, Oppdragsrapport nr. 7 - 2016*. Oslo: Forbruksforskningsinstituttet SIFO – Høgskolen i Oslo og Akershus.
- Skomakerstuen, B. (2017, oktober 10). *Rema 1000 lanserer nettbutikk*. Retrieved februar 6, 2019 from Ehandel.com: <https://no.ehandel.com/artikler/rema-1000-lanserer-nettbutikk/409177>
- SNL. (2010, februar 10). *hypermarked*. Retrieved februar 2, 2019 from Store norske leksikon: <https://snl.no/hypermarked>

-
- Stensgård, A. E., Prestrud, K., Callewaert, O. J., & Pieter. (2018, oktober 10). *Matsvinn i Norge*. Retrieved februar 13, 2019 from Matvett: <https://www.matvett.no/bransje/tall-og-fakta>
- Spar. (2014, mars 20). *Historie*. Retrieved mars 4, 2019 from Spar: <https://spar.no/Om-SPAR/Histore/>
- Spar. (2018, September 5). *Om Spar*. Retrieved Februar 13, 2019 from <https://spar.no/Om-SPAR/Om-SPAR/>
- SSB. (2017a, januar 10). *Høyeste årsvekst for KPI på åtte år*. Retrieved mai 27, 2019 from Statistisk sentralbyrå: <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/artikler-og-publikasjoner/hoyeste-arsvekst-for-kpi-pa-atte-ar>
- SSB. (2017b). *3. Økonomisk vekst*. Retrieved februar 20, 2019 from Statistisk sentralbyrå: <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/okonomisk-vekst-2017-1>
- SSB. (2019a, februar 11). *Konsumprisindeksen*. Retrieved februar 13, 2019 from Statistisk sentralbyrå: <https://www.ssb.no/kpi>
- SSB. (2019b, mars 6). *Vekst i husholdningenes disponible realinntekt*. Retrieved mai 10, 2019 from Statistisk sentralbyrå: https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/vekst-i-husholdningenes-disponible-realinntekt?fbclid=IwAR2Tb8b_AVrKJPbj8fzfPF5bxvznlKaM3ySBPj87nr-BYCqu_r4X8uZX2ec
- SSB. (2019c, mars 8). *Statistisk sentralbyrå*. Retrieved april 24, 2019 from Grensehandel: <https://www.ssb.no/grensehandel>
- Sørgard, L. (2003). *Konkurransestrategi*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Sørgard, L. (2017, mars 7). *Kronikk: Unik kjedemakt i Norge?* Retrieved mai 23, 2019 from Konkurransetilsynet: <https://konkurransetilsynet.no/kronikk-unik-kjedemakt-i-norge/>
- Sørgard, L. (2018, april 5). *Kronikk: Prisregulering av mat neppe smart*. Retrieved mai 23, 2019 from Konkurransetilsynet : <https://konkurransetilsynet.no/kronikk-prisregulering-av-mat-neppe-smart/>

- Tuv, N. (2018, mars 10). *Eksperter skeptiske til Høyres pristvang: – Redd vi får dyrere varer*. Retrieved mars 13, 2019 from e24: <https://e24.no/makro-og-politikk/dagligvarebransjen/eksperter-skeptiske-til-hoeyres-pristvang-redd-vi-faar-dyrere-varer/24280785>
- Tollersrud, T., & Brekke, A. (2018, April 5). *Coop og Rema mener de taper milliarder på urettferdig konkurranse*. Retrieved April 18, 2018 from NRK: <https://www.nrk.no/norge/coop-og-remamener-de-taper-milliarder-pa-urettferdig-konkurranse-1.13993932>
- Utgård, J. (2008). *Dagligvarehandel og mat 2008*. Oslo: Norsk institutt for landbruksøkonomisk forskning (NILF).
- Utgård, J. (2010). *Dagligvarehandel og mat*. Oslo: Norsk institutt for landbruksøkonomisk forskning (NILF).
- Valvik, M. E. (2015, april 15). *Slik tar Norgesgruppen kontrollen over matvarene*. Retrieved februar 7, 2019 from Aftenposten: <https://www.aftenposten.no/okonomi/i/2BzG/Slik-tar-Norgesgruppen-kontrollen-over-matvarene>
- Virke. (2016). *DAGLIGVAREHANDELEN 2015*. Virke.
- Virke. (2018). *DAGLIGVARE- HANDELEN 2017*. Oslo: Virke.
- Visma. (2016). *Millennials Retailrapport*. Retrieved februar 6, 2019 from Virke: <https://www.virke.no/globalassets/bransje/bransjedokumenter/millennials-retailrapport-2016-mars-17.pdf>
- von der Fehr, N.-H., & Hjelmeng, E. (2018). *FORBUD MOT PRISDISKRIMINERING*. Oslo: NorgesGruppen.