



Universitetet  
i Stavanger

# Verdsettelse av Orkla ASA



**BØKBAO – Bacheloroppgave i økonomi og administrasjon**

Innlevering 10.05.2021

**Av Martin Vistnes og Gudmund Hovda**

Veiledet av Siri Valseth



Universitetet  
i Stavanger

**HANDELHØGSKOLEN VED UIS  
BACHELOROPPGAVE**

STUDIUM:

Økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE  
TEMATISKE RETNING:

Regnskap og finans

Oppgaven er ikke konfidensiell

TITTEL:

Verdsettelse av Orkla ASA

ENGELSK TITTEL:

Valuation of Orkla ASA

FORFATTERE:

Kandidatnr:

7785

7787

Navn:

Gudmund Årdal Hovda

Martin Vistnes

VEILEDER:

Siri Valseth

## Forord

For å avslutte vår bachelorgrad i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Stavanger skriver vi en obligatorisk bacheloroppgave som veier 20 studiepoeng. Hensikten er å anvende pensum fra de tre siste årene til å skrive en økonomisk vinklet oppgave. Vi valgte å skrive om verdsettelse som faller inn under temaet regnskap og finans. Det mest tiltalende ved oppgaven var å få muligheten til å anvende lærestoff fra flere ulike fag og kombinere disse for å gi et best mulig svar på problemstillingen. Verdsettelsesoppgaver har dessuten rot i virkeligheten, og dette fører til at det er interessant og relevant både i arbeidssammenheng, men også på et personlig plan.

Vi valgte Orkla fordi vi ønsket å verdsette et spennende selskap som har en sterk posisjon hos det norske folk. Vi har lenge vært kjent med merkevaren til Orkla, og benytter oss av Orklas produkter stort sett hver dag. Orkla er Nordens ledende selskap innen merkevarer, og et av de aller største selskapene på Oslo Børs. Vi anser merkevarebransjen som interessant og høyaktuell, samt at Orkla er et sterkt og stabilt selskap. Nettopp på grunn av disse punktene valgte vi å verdsette Orkla ASA.

Til slutt ønsker vi å takke vår veileder, Siri Valseth.

Stavanger, mai 2021

## Sammendrag

Formålet med denne oppgave er å besvare problemstillingen «Hva er verdien av Orkla ASA per 31.12.2020 og hva er tilhørende aksjepris?». Dette har vi gjort ved å gjennomføre en fundamental verdsettelse av selskapet. Det går ut på at vi finner frem til avkastningskravet på totalkapitalen, som vi benytter til å diskontere alle fremtidige kontantstrømmer. Videre trekker vi fra den rentebærende gjelden og ender opp med egenkapitalverdien.

For å kunne komme frem til de fremtidige kontantstrømmene må vi først få en god forståelse på hvordan inntektene og kostnadene kommer til å utvikle seg gjennom årene. Vi fikk en god formening om dette ved å gjennomføre en strategisk analyse i kapittel 5. Vi benyttet analysene verktøyene PESTEL, Porters femkraftsmodell, VRIO og til slutt SWOT. Dette ga oss gode indikasjoner på hvilke muligheter og trusler selskapet står overfor de kommende årene. Med det kunne vi estimere fremtidige estimater for de neste fem år, samt en terminalvekst på 2%. I kapittel 6 gikk vi gjennom Orkla og konkurrentenes historiske regnskapstall. Dette ga oss gode indikasjoner på at selskapet var relativt lønnsomt med liten fare for konkurs. Ut ifra disse tallene kom vi frem til et avkastningskrav på 5,6% med WACC-metoden. Ved hjelp av disse variablene kom vi frem til en verdiberegning av selskapets nåverdi på egenkapitalen på 83 milliarder kroner, som tilsvarer en aksjepris på 83 kroner. Til sammenligning var den reelle aksjekursen per 31.12.2020 på 87 kroner.

For å øke tilliten til utregnet aksjeverdi, sammenlignet vi flere konkurrenter med Orkla, ved hjelp av multippelmetoden.. Denne relative verdsettelsen ga oss en høyere aksjekurs på 95 kroner. Til slutt gjennomførte vi en sensitivitetsanalyse for å se hvor mye aksjeprisen avhenger av de forskjellige parameterne ved den fundamentale verdsettelsen. Vi konkluderte at aksjeprisen er spesielt volatil mot en lavere egenkapitalavkastning og variablene som inngår i den, som følge av at selskapets reformulerte kapitalstruktur består av størst andel egenkapital.

Kort oppsummert har Orkla ASA en estimert egenkapitalverdi på 83 milliarder norske kroner 31.12.2020, som tilsvarer en aksjekurs på 83 kroner. Det vil si at den den fundamentale verdsettelsen argumenterer for en nedside for aksjen.

# Innholdsfortegnelse

<b>1 PROBLEMSTILLING</b> .....	<b>1</b>
<b>2 PRESENTASJON</b> .....	<b>2</b>
2.1 ORKLA ASA .....	2
2.2 HISTORIE .....	2
2.3 VISJON, STRATEGI OG MÅL .....	3
2.4 FORRETNINGSOMRÅDER .....	4
2.4.1 Orkla Foods .....	5
2.4.2 Orkla Confectionery & Snacks .....	5
2.4.3 Orkla Care .....	6
2.4.4 Orkla Food Ingredients .....	6
2.4.5 Orkla Consumer & Financial Investments .....	6
2.5 KURSUTVIKLING OG EIERFORHOLD .....	7
2.6 BRANSJE .....	8
2.6.1 Presentasjon av bransjen .....	8
2.6.2 Konkurrenter .....	9
<b>3 METODE</b> .....	<b>12</b>
3.1 VALG AV METODE .....	12
3.2 DATAINNSAMLING .....	12
3.3 VALIDITET OG RENTABILITET .....	12
<b>4 VERDSETTELSESTEORI 4.1 VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK</b> .....	<b>14</b>
4.2 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE .....	14
4.2.1 Fremtidig kontantstrømmer .....	15
4.2.2 Terminalverdi .....	16
4.2.3 Avkastningskrav .....	16
4.2.4 CAPM .....	17
4.2.5 WACC .....	20
4.3 RELATIV VERDSETTELSE .....	21
4.3.1 Pris/inntjening (P/E) .....	21
4.3.2 Pris/bok (P/B) .....	22
4.3.3 EV/EBITDA .....	22
4.4 METODE .....	23
4.4.1 Valg av metode .....	23
<b>5 STRATEGISK ANALYSE</b> .....	<b>24</b>
5.1 INNLEDNING .....	24

5.2 PESTEL.....	24
5.2.1 Politiske forhold .....	24
5.2.2 Politisk stabilitet.....	25
5.2.3 Økonomiske forhold.....	26
5.2.4 Inflasjon .....	27
5.2.5 Sosiokulturelle forhold .....	28
5.2.6 Teknologiske forhold.....	29
5.2.7 Miljømessige forhold .....	30
5.3 PORTERS FEM KREFTER .....	30
5.3.1 Trusler fra inntrengere .....	31
5.3.2 Rivalisering mellom aktører .....	33
5.3.3 Trusler fra substitutter .....	34
5.3.4 Kjøpers forhandlingsmakt.....	36
5.3.5 Leverandørens forhandlingsmakt .....	37
5.4 OPPSUMMERING AV EKSTERN BRANSJEANALYSE .....	37
5.5 VRIO-ANALYSE .....	38
5.5.1 Introduksjon og teori.....	38
5.5.2 Anvendelse av VRIO .....	40
5.6 SWOT .....	42
<b>6 REGNSKAPSANALYSE .....</b>	<b>45</b>
6.1 INTRODUKSJON .....	45
6.2 HISTORISKE REGNSKAPSTALL .....	45
6.3 LØNNSOMHET .....	47
6.4 RISIKOANALYSE.....	50
6.5 OPPSUMMERING REGNSKAPSANALYSE.....	52
<b>7 FREMTIDSPROGNOSE .....</b>	<b>53</b>
7.1 TIDSHORISONT .....	53
7.2 INNTEKTER .....	53
7.3 KOSTNADER .....	54
7.4 INVESTERINGER .....	56
7.5 ARBEIDSKAPITAL .....	57
7.6 SKATT.....	58
7.7 TERMINALVEKST .....	59
<b>8 AVKASTNINGSKRAV 8.1 KAPITALVERDIMODELLEN – CAPM .....</b>	<b>60</b>
8.1.1 Risikofri rente.....	60
8.1.2 Beta.....	61

8.1.3	Markeds risikopremie .....	63
8.1.4	Oppsummering – avkastningskravet på egenkapitalen.....	64
8.2	WACC – VEKTET GJENNOMSNITTLIG KAPITALKOSTNAD .....	64
8.2.1	Gjeldskostnad.....	65
8.2.2	Skatt.....	65
8.2.3	Kapitalstruktur – vektning egenkapital og gjeld .....	66
8.2.4	Oppsummering .....	67
<b>9</b>	<b>ESTIMERING AV VERDI.....</b>	<b>68</b>
9.1	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	68
9.2	RELATIV VERDSETTELSE .....	69
9.2.1	Sammenlignbare selskaper.....	70
9.2.2	Valg av multiplikatorer .....	70
9.2.3	P/E.....	71
9.2.4	P/B .....	71
9.2.5	EV/EBITDA.....	72
9.2.6	Oppsummering .....	73
<b>10</b>	<b>SENSITIVITETSANALYSE.....</b>	<b>74</b>
<b>11</b>	<b>KONKLUSJON .....</b>	<b>76</b>
<b>BIBLIOGRAFI</b>	<b>.....</b>	<b>77</b>

## 1 Problemstilling

I denne bacheloroppgaven har vi som formål å beregne verdien på egenkapitalen til Orkla ASA, og vi har derfor formulert problemstillingen vår slik:

«Hva er verdien av Orkla ASA per 31.12.2020 og hva er tilhørende aksjepris?»

Oppgaver som omhandler verdsettelse faller inn under temaet regnskap og finans, men for å svare grundig på problemstillingen blir vi også nødt til å ta i bruk strategi, samt mikro- og makroøkonomiske modeller. Vårt formål er å kartlegge de forskjellige faktorene som gir en direkte indikator på hvordan inntektsnivået, omsetningen og lønnsomheten i Orkla ASA vil utvikle seg. Ved å ta i bruk fundamental verdsettelsesteori for å finne nåverdien av fremtidige kontantstrømmer til totalkapitalen og trekke fra rentebærende gjeld for å finne egenkapitalverdien. Den kan vi dele på antall utstedte aksjer for å finne aksjeprisen. For å finne ut om vår metode kan tilstrekkelig gjøre rede for konklusjonen av den fundamentale analysen vil vi også gjennomføre en relativ verdsettelse. Prisen har vi beregnet per 31.12.2020, og utvikling av diverse priser og informasjon som har blitt utgitt etter dette er ikke tatt i betraktning av verdien.



## 2 Presentasjon

### 2.1 Orkla ASA

Orkla ASA er et av Norges største børsnoterte selskaper. Orkla er en ledende leverandør av merkevarer til dagligvarehandel, storhusholdning, faghandel, apotek og bakerimarkedet. Norden, Baltikum og utvalgte land i Sentral-Europa er Orklas hovedmarkeder. I tillegg har Orkla sterke posisjoner innenfor utvalgte produktgrupper i India.

Orklas merkevarevirksomhet opererer hovedsakelig innen segmentet Branded Consumer Goods (BCG) og består av forretningsområdene Orkla Foods, Orkla Confectionery & Snacks, Orkla Care og Orkla Food Ingredients. Orkla har i tillegg forretningsområdet Orkla Consumer & Financial Investments, som består av Consumer Investments og Industrial & Financial Investments (Orkla, 2021).

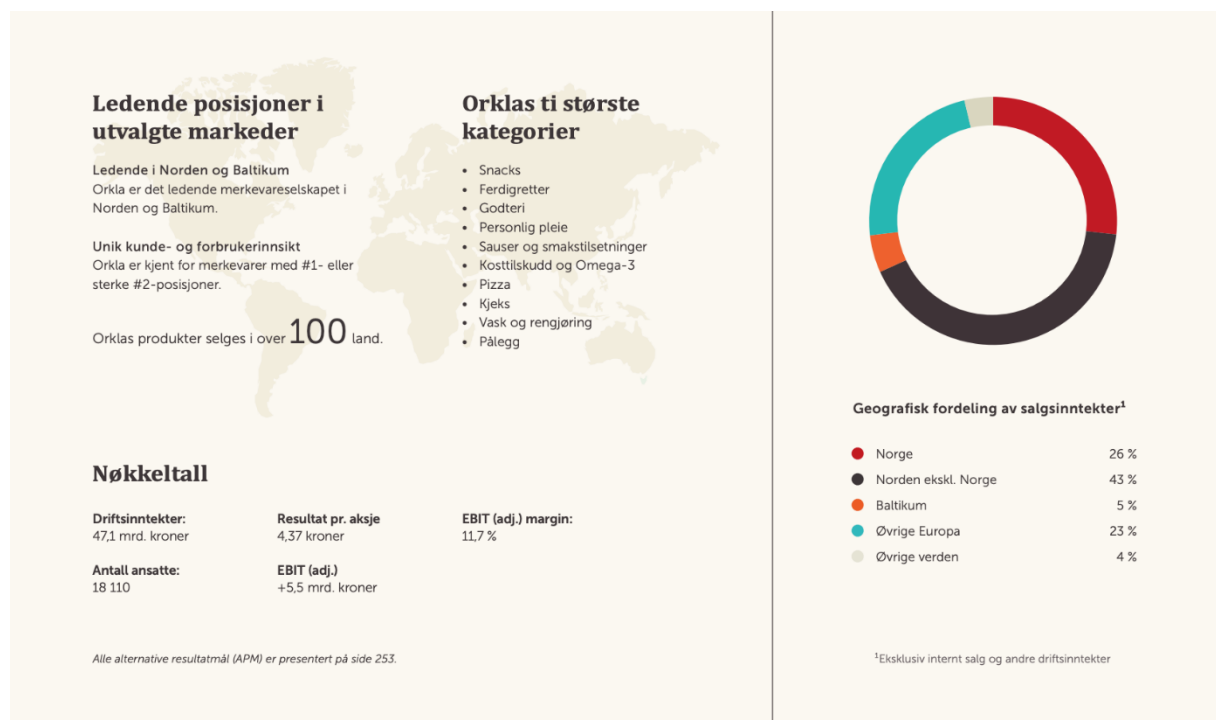
### 2.2 Historie

Orkla er et av de eldste storselskapene i norsk næringsliv. Selskapets historie går over 350 år tilbake i tid og rommer både opp- og nedgangsperioder. Orkla startet opp i 1654 som et rent gruveselskap basert på den rike malmforekomsten på Løkken Verk i Sør-Trøndelag. Det moderne Orkla ble grunnlagt i 1904 av Christian Thams, under navnet Orkla Grube-Aktiebolag, og ble et børsnotert selskap på Oslo børs i 1929. Gruvedriften legges ned i 1987, og selskapet har siden den gang vært todelt mellom merkevare virksomhet og investeringsvirksomhet. Fra 1986 til 2003 jobbet selskapet med å konsolidere merkevarer under navnet Orkla, først i 1986 gjennom fusjonen med Borregaard, som sto bak merkevarer som Lilleborg og Stabburet. Videre fusjonerte Orkla med Nora Industrier i 1991, og dette fungerte som et nytt stort steg i den nordiske satsingen. De neste ti årene jobbet Orkla for å bli enda større innen det nordiske markedet, og i perioden 1994 til 1997 konsoliderte Orkla deler av BCG industrien i Norden ved å samle merkevarene Procordia, Abba og Pripps Blå under Orkla. I år 2000 blir får Orkla i tillegg full kontroll over Bryggeriet Ringnes.

I perioden 2004 til 2008 retter Orkla et videre fokus mot annen investeringsvirksomhet enn BCG industrien. Orkla kjøpte seg inn i silisium og aluminiumsselskapene Elkem og Sapa,

samt solcelleselskapet Renewable Energy Corporation. I 2009 rettet Orkla igjen fokuset mot BCG varer, og annonserte i 2011 at hovedfokuset skulle rettes mot vekst innen merkevarer. I løpet av de neste par årene solgte Orkla hoveddelen av aksjeporteføljen og andre aktiva. Denne utviklingen fortsatte, og i 2014 utgjorde BCG produkter 97% av selskapets driftsinntekter og 105% av resultatet før renter, skatt og amortisering (EBITA). I 2017 solgte Orkla seg ut av Sapa, etter at resultatet fra selskapet hadde tredoblet seg siden 2013, og dette medførte store finansinntekter for Orkla.

I dag er Orklas hovedsatsing fortsatt på merkevarer. Selskapet driver videre med energi, eiendom og finansielle investeringer. Hovedvirksomheten er i Norden, Baltikum, samt deler av Sentral-Europa. Fra årsrapporten 2020, ser vi at 26% av salgsinntektene kom fra Norge, 43% fra Norden, 5% fra Baltikum og de resterende 27% fra andre steder i Europa og Verden. (Orkla, 2021)



Figur 2.1 - Orklas geografiske inndeling av salgsinntekter

### 2.3 Visjon, strategi og mål

Orklas visjon er å «være din venn i hverdagen». Denne visjonen er understøttet av verdiene «modige», «pålitelige» og «inspirerende». Orklas mål er å forbedre hverdagen med bærekraftige og fornøyelige lokale merker. Orkla ønsker å skape organisk vekst ved å transformere sin unike lokale kunde- og forbrukerinnsikt i sterke innovasjoner og

investeringer i Orklas lokale merker. Orklas mål og strategi fokuserer på langsiktig, bærekraftig verdiskapning. Orklas mål er å styrke sin posisjon som en ledende leverandør av merkevarer og forbruksvarer i Norden, Baltikum, Sentral-Europa, India og andre utvalgte markeder. På den måten vil Orkla oppnå langsiktig verdiskapning og lønnsom vekst. Orkla ønsker å bidra positivt til sine forbrukere, kunder, partnere, ansatte, aksjonærer og samfunnet Orkla er en del av, i form av en bærekraftig verdiskapning gjennom alle Orklas aktiviteter. Områder Orkla spesielt prioriterer er fokus på plantebaserte produkter, samt utvikle nye innovasjoner, inkludert helsefokusede produkter. Orkla vil i tillegg styrke sin tilstedeværelse i nye salgskanaler, og det vil bli prioritert å utvikle og styrke kunderelasjoner, med et felles mål om lønnsom vekst (Orkla, 2021).

Orklas økonomiske mål består av langsiktig organisk vekst som samsvarer med markedsveksten, samt vekst i underliggende EBIT-margin på minimum 1,5 prosentpoeng justert for oppkjøp og inflasjon for perioden 2018-2021. I tillegg har Orkla som mål å redusere netto arbeidskapital/netto salgsverdi med tre prosentpoeng for samme periode. (Orkla, 2021)

## 2.4 Forretningsområder

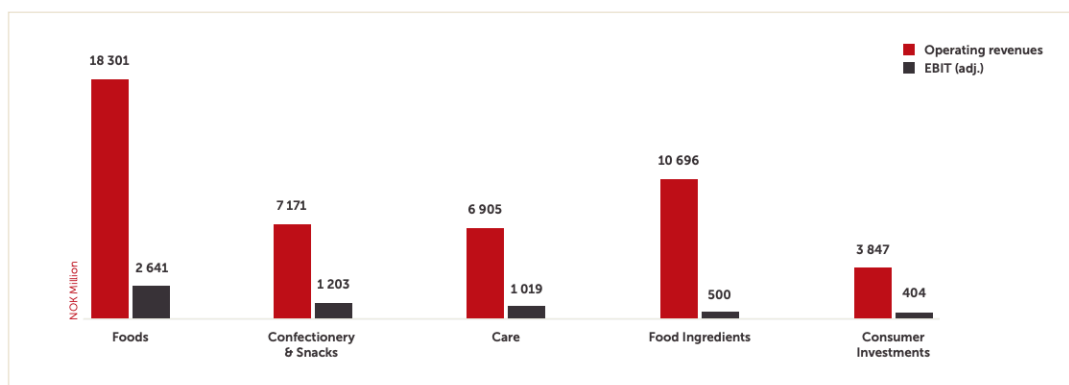
Orkla ASA er på det norske markedet mest kjent som en merkevareleverandør. Orklas merkevarevirksomhet består som nevnt av forretningsområdene Orkla Foods, Orkla Confectionary & Snacks, Orkla Care, Orkla Food Ingredients og Orkla Consumer Investments (Orkla, 2021). Alle de ulike segmentene Orkla opererer i vil følgelig bli presentert i oppgaven.

## Orkla's business areas in 2020

All alternative performance measures (APM) are presented on page 260.

### Branded Consumer Goods incl. Headquarters

Operating revenues	Organic growth	Number of employees	EBIT (adj.)	EBIT (adj.) margin	EBIT (adj.) growth
46.6 NOK billion	1.6%	18 054	5.4 NOK billion	+11.7%	+13.7%
					EBIT (adj.) margin growth +50 bps



Figur 2.2 – Orklas forretningsområder

### 2.4.1 Orkla Foods

Orkla Foods er det største forretningsområdet, og utgjør 39 prosent av Orklas driftsinntekter. Orkla Foods tilbyr kjente lokale merkevarer til forbrukere i Norden, Baltikum, Sentral-Europa og India. Forretningsområdet har ledende markedsposisjoner i flere kategorier, inkludert frossen pizza, ketchup, supper, sauser, brødpålegg og ferdigmat. En økende prosentandel av omsetningen kommer fra plantebaserte matvarer og de plantebaserte merkene Naturli og Anamma. Orkla Foods selger primært sine produkter gjennom dagligvarehandel, men har også sterke posisjoner i nærbutikker og bensinstasjoner. Noen kjente merkevarer innen Orkla Foods er Grandiosa, Toro og Stabburet (Orkla, 2021).

### 2.4.2 Orkla Confectionery & Snacks

Orkla Confectionery & Snacks omsetter for 15% av Orklas driftsinntekter. Orkla Confectionery & Snacks har sterke posisjoner innen konditori, kjeks og snacks, med kjente lokale merker og smaker for forbrukere i de nordiske og baltiske landene. De mest kjente merkevarene inkluderer Kims, Nidar og Stratos (Orkla, 2021).

### 2.4.3 Orkla Care

Orkla Care står for 15% av Orklas driftsinntekter og har hovedmarked i Norden, Baltikum, Polen og Spania, i tillegg til eksport til mindre markeder utenfor hovedmarkedene. De to største forretningsenhetene er Orka Home & Personal Care, som har ledende posisjoner innen personpleie og rengjøringsprodukter, og Orkla Health, som har sterke merkevarer innen kosttilskudd, sportsernæring og vektkontrollsegmenter. Orkla Care har også markedsledende posisjoner i flere europeiske land innen sårpleie- og førstehjelpsutstyr (Orkla Wound Care). Health and Sports Nutrition Group driver netthandelsportalene Gymgrossisten og Bodystore og er den største nettandelsoperatøren i Norden innen helse- og sportsernæring. Velkjente merkevarer er Zalo, Jif, Sun, Define, Sunsilk, Blenda, Möllers, Nutrilett og Salvequick (Orkla, 2021).

### 2.4.4 Orkla Food Ingredients

Orkla Food Ingredients står for 22 prosent av Orklas driftsinntekter. Orkla Food Ingredients er den ledende leverandøren av ingredienser til bakeri og is krem i Norden og Baltikum, og har voksende posisjoner i Europa. Forretningsområdet produserer, selger og distribuerer ingredienser og produkter til bakeri- og ismarkedet i 23 land. Norden står for omtrent halvparten av alt salg. Salg av bakeriingredienser til håndverks- og industribakerier utgjør rundt 65 prosent av salget. Iskremingredienser og tilbehør utgjør omtrent 15 prosent av salget og rundt 20 prosent er salg direkte til forbrukere under kjente merkevarer som Odense Marcipa, Mors hjemmebakte, KronJäst, Bakkedal og Naturlì. En stor andel av Orkla Food Ingredients salg er til industrikunder. På grunn av denne faktoren, og på grunn av en betydelig prosentandel av råvaresalget, er Orkla Food Ingredients driftsmargin lavere enn merkevarenes andre forretningsområder (Orkla, 2021).

### 2.4.5 Orkla Consumer & Financial Investments

Orkla Consumer & Financial Investments ble etablert I 2019 og består av to områder. Det første er Orkla Consumer Investments, som er en del av Orklas merkevarevirksomhetsområde og består av Orklas virksomheter innen malingsverktøy (Orkla House Care), grunnleggende klesplagg (Pierre Robert Group), profesjonell rengjøring (Lilleborg) og sektor- og restaurantvirksomhet (Kotipizza Group).

Det andre området av Orkla Consumer & Financial Investments er Orkla Industrial & Financial Investments. Orkla har noen investeringer utenfor merkevareforretningen som er organisert under industrielle og finansielle investeringer. Området består av tilknyttede selskap som Jotun (42,6 prosent eierandel) og konsernvirksomhetene Hydro Power, Orkla Eiendom og Orkla Ventures (Orkla, 2021).

## 2.5 Kursutvikling og eierforhold

Orkla-aksjen er notert på Oslo Børs under tickerkoden ORK. Alle aksjer har like rettigheter og er fritt overførbare (Orkla, 2021). Når det gjelder markedsverdi, var Orkla det 8. største selskapet i Oslo Børs pr. 31. desember 2020. Ved utgangen av 2020 er markeds kapitalen på 87,1 milliarder NOK, en nedgang på 2 milliarder NOK fra utgangen av 2019. I 2020 ble det utbetalt totalt 2,6 milliarder NOK ordinært utbytte. Det gjennomsnittlige daglige volumet av Orkla-aksjer som handles på Oslo Børs var 1,9 millioner, tilsvarende 0,2 prosent av totalt utstedte Orkla-aksjer. Det er ved utgangen av 2020 utstedt 1 001 430 970 aksjer. Orkla har som mål at aksjonærene skal motta en konkurransedyktig avkastning på investeringen over tid gjennom en kombinasjon av utbytte og en økning i aksjekursen. Orkla har oppnådd en jevn, stabil økning over tid i utbetalt utbytte. Orklas mål fremover er å øke utbyttet per aksje, normalt innenfor 50 til 70 prosent av inntjeningen per aksje. Styret foreslår å betale et utbytte på NOK 2,75 per aksje for regnskapsåret 2020 (Orkla, 2021). Den største aksjonæren til Orkla er Canica med om lag 25 prosent av aksjeholdningen. Canica er eid av Stein Erik Hagen som er styreleder i Orkla. Tabellen under viser de største aksjonærene i Orkla ASA per 31. desember 2020.

## The 20 largest shareholders as at 31 December 2020

Based on an analysis of shareholders registered under nominee accounts (custody accounts)

Shareholder	No. of shares	% of capital
Canica <sup>1</sup>	250 100 000	24.97%
Folketrygdfondet	88 270 425	8.81%
First Eagle Investment Management, L.L.C.	39 317 899	3.93%
BlackRock Institutional Trust Company, N.A.	27 726 573	2.77%
The Vanguard Group, Inc.	24 648 725	2.46%
Handelsbanken Asset Management	15 759 644	1.57%
Acadian Asset Management LLC	14 401 420	1.44%
KLP Forsikring	14 097 823	1.41%
American Century Investment Management, Inc.	12 862 270	1.28%
Nordea Funds Oy	12 674 008	1.27%
Storebrand Kapitalforvaltning AS	12 186 379	1.22%
DNB Asset Management AS	11 766 815	1.18%
State Street Global Advisors (US)	10 049 138	1.00%
Danske Invest Asset Management AS	9 675 233	0.97%
Robeco Institutional Asset Management B.V.	9 627 122	0.96%
BlackRock Advisors (UK) Limited	9 542 720	0.95%
Alfred Berg Kapitalforvaltning AS	9 527 298	0.95%
Legal & General Investment Management Ltd.	8 281 134	0.83%
TD Asset Management Inc.	7 554 474	0.75%
UBS Asset Management (UK) Ltd.	7 500 635	0.75%
<b>Total 20 largest shareholders</b>	<b>595 569 735</b>	<b>59.47%</b>
Total number of shares	1 001 430 970	

Figur 2.3 – Største aksjonærer i Orkla

## 2.6 Bransje

### 2.6.1 Presentasjon av bransjen

I bransjen for Branded Consumer Goods finner man relativt få, men samtidig store selskaper. Dette er stort sett produsentselskaper som selger sine produkter gjennom diverse utsalgssteder som dagligvarebutikker og lignende. Etersom Orkla opererer innenfor flere forskjellige produktkategorier og segmenter, velger vi å ikke ta hensyn til merkevareselskaper med mer nisjepreget virksomhet for å få et representativt utvalg av selskaper. Bransjegruppen vi sammenligner Orkla med er selskaper med et omfangsrikt utvalg av produkter, og som har en betraktelig markedsandel i det nordiske markedet.

Orkla konkurrerer mot merkevareselskaper, men også butikkens egne merkevarer. Vi har valgt sammenlignbare selskaper ved å legge vekt på merkevareaspektet som kjennetegner Orkla. Vi har flere selskaper som Norgesgruppen, Rema, Coop og Tine som sammen med Orkla står for til sammen 202 milliarder kroner av omsetningen i dagligvarebransjen i Norge (Nettavisen, 2020). På den andre siden har vi store globale merkeveareaktører som Nestlé, Unilever, Mondelez International og Procter & Gamble som anses å ligge nærmere Orkla i drift- og forretningsområder. Disse, som Orkla, konkurrerer i det norske, nordiske og europeiske BCG-markedet. Vi velger derfor å anse disse selskapene som de med best sammenlignbarhet og relevans for Orkla. Dette betyr derimot ikke at Orkla ikke må ta hensyn til de norske

merkevareselskapene, men disse inkluderes ikke i bransjen av globale BCG-selskaper med bredere produktspekter.

For å verdsette Orkla på en håndgripelig måte er det viktig å se på hvordan konkurrerende selskaper i bransjen gjør det i forhold til Orkla. Nedenfor følger en oppstilling av de sammenlignbare selskapene, i tillegg til at merkevareselskapenes egne merker vil bli kort presentert.

## 2.6.2 Konkurrenter

### *Nestlé*

Nestlé er et multinasjonalt selskap med hovedkontor i Vevey i Sveits, og er børsnotert på den sveitsiske børsen. Nestlé er verdens største produsent av mat- og drikkevarer. Selskapets historie strekker seg tilbake til 1866 hvor to separate selskap ble grunnlagt, og som i 1905 fusjonerte til Nestlé and Anglo-Swiss Milk Company. Nestlé sysselsetter 273 000 ansatte og har over 2000 ulike merkevarer, fordelt på 186 land over hele verden (Nestlé, 2021). Per mai 2020 hadde Nestlé en markedsverdi på 304 milliarder dollar, og er rangert som verdens 41. største selskap i Forbes 2000 Global Companies, som tar utgangspunkt i inntekt, overskudd, eiendeler og markedsverdi (Forbes, 2020). I 2020 hadde Nestlé driftsinntekter på 84.3 milliarder sveitserfranc, som tilsvarer 776 milliarder norske kroner (Nestlé, 2021).

Nestlés portefølje inkluderer barnemat, flaskevann, frokostblandinger, sjokolade og konfekt, kaffe og te, frossenmat, meieriprodukter, drikker, helsekostprodukter, iskrem, og dyremat. Kaffe og andre drikkevarer står for majoriteten av driftsinntektene, mye på grunn av produktseriene Nescafé og Nespresso. Andre kjente produkter og varemerker tilhørende Nestlé som selges på det norske markedet er Afer Eight, Lion, Cheerios, Maggi, Purina, samt flere produkter under eget navn.

Nestlé er først og fremst en konkurrent for Orkla innen segmentene Orkla Food og Orkla Confectionary & Snacks, i kontekst av verdsettelsen i denne oppgaven og Orklas inndeling i ulike segmenter. Nestlé har allikevel et forsterkende fokus på helse og har i nyere tid investert i forskning innen helse. Dette tyder på at Nestlé i fremtiden kan bli en konkurrent for Orkla på de fleste områder.



## *Procter & Gamble*

Procter & Gamble er et av verdens største multinasjonale konsern. Det er et amerikansk selskap som er børsnotert i New York. Selskapet ble etablert i 1837 og har hovedkontor i Cincinnati, Ohio, og sysselsetter rundt 99 000 ansatte. PG har produkter i over 180 land, men nær halvparten av salgsinntektene på 70 milliarder dollar stammer fra det nordamerikanske markedet (Procter & Gamble, 2021). PG har en markedsverdi på 337 milliarder dollar, og ligger på 71. plass på Forbes 2000 Global rangering (Forbes, 2020).

Selskapets portefølje består av hygiene- og skjønnhetsprodukter, og forbruksartikler. Produktporteføljen består blant annet av kjente merkevarer som Always, Braun, Duracell, Gillette, Head & Shoulders, Oral-B, Pampers, og Wella. PG anses hovedsakelig å være en konkurrent til produktsegmentet Orkla Care.

## *Unilever*

Unilever er et multinasjonalt industrikonsern og et av verdens største næringsmiddelselskap med aksjer børsnotert i London, New York og Amsterdam. Unilever ble grunnlagt i 1927 og har hovedkvarter i Rotterdam i Nederland. Unilever sysselsetter 149 000 ansatte og har over 400 merker i over 190 land (Unilever, 2021). Selskapet har en markedsverdi på 130 milliarder dollar per mai 2020. Unilever rangeres som det 110. største selskapet i verden i Forbes Global 2000 for 2020 (Forbes, 2020). Som Orkla, driver også Unilever innenfor segmentene næringsmidler, hygiene og personlig pleie. Den største delen av salgene til Unilever kommer fra personlig pleie, som utgjør 42% av omsetningen. Innenfor produktporteføljen finner man blant annet kjente merkevarer som Dove, Axe, Vaseline, Lipton og Ben & Jerry's, samt rengjøringsmidler som Comfort og Sunsilk (Unilever, 2021). Unilever er selskapet i oppgaven som nok minner mest om Orkla når det gjelder produktsortiment. Produktsegmentene Orkla Care, Orkla Foods, Orkla Confectionery & Snacks og Orkla Food Ingredients minner veldig om Unilevers inndeling i Personal Care, Home Care, Food og Refreshments.

## *Mondelez International*

Mondelez International er et amerikansk matvarekonsern med hovedkvarter i Illinois. Selskapet ble grunnlagt i 1903 og er et uavhengig selskap notert på New York-børsen, og er en del av Dow Jones Industrial Average. Mondelez er en sentral markedsaktør innen sjokolade, kjeks, sukkervarer, kaffe og pulverdrikker. Mondelez opererer i over 80 land og sysselsetter rundt 80 000 ansatte verden over (Mondelez International, 2021). Mondelez er et av verdens største selskaper innen snacks og omsetter rundt 26 milliarder dollar årlig, og har en markedsverdi på 82 milliarder dollar. Mondelez havner med dette på en 188. plass på Forbes Global 2000 (Forbes, 2020). Mondelez står bak flere internasjonale kjente merkevarer som Oreo, Ritz, Toblerone og Philadelphia, men har også flere kjente norske merkenavn som Freia, Kvikk Lunsj, Daim og Regia. Med dette produktsortimentet anses Mondelez først og fremst å være en konkurrent for Orkla innen segmentene Orkla Snacks & Confectionery og Orkla Food Ingredients.

## *Handelens egne merkevarer*

Handelens egne merkevarer (EMV) defineres som handelens egne merker, utviklet og markedsført av en detaljist eller detaljistkjede og kun for salg hos denne. Egne merkevarer er merkevarer som dagligvarekjedene eier og kontrollerer selv. Mange EMV-produkter blir til fordi kjedene etterlyser produkter for eksempel for å fylle et hull i sortimentet. Lavprismarket First Price har vært veldig viktig for Kiwi, mens Jacobs utvalgte har vært sentral for supermarkedkjedene Meny og Ultra. EMV er i ferd med å vokse dramatisk i Norge, og en av fire varer i en gjennomsnittlig norsk handlekurv er nå EMV, og EMV-omsetningen sto i 2019 for rundt 17.3% av den totale omsetningen ifølge Menon Economics (Nationen.no, 2021). I et internasjonalt perspektiv er dette imidlertid relativt lavt. I land som Sveits og Storbritannia er EMV-andelen langt høyere, men vi ser en tydelig trend i at EMV-andelen øker gradvis, både i Norge og internasjonalt (Nationen.no, 2021). Implikasjonene EMV har på de tradisjonelle merkevareselskapene vil vi gå nærmere på under den strategiske analysen, men mye vitner om at EMV-produktene kan overta enda større markedsandeler fra merkevareselskapene.

## 3 Metode

### 3.1 Valg av metode

Ved valg av metode er det spesielt to som er sentrale når man skal redegjøre for en problemstilling. Disse er kvantitativ og kvalitativ metode. Kvalitativ metode, som går ut på å redegjøre og menneskelig erfaring, er når man systematisk samler inn, bearbeider og analyserer forskjellige observasjoner og kilder. Kvantitativ metode vil si å ta i bruk kvantifiserbare størrelser som fortolkningsmateriale og statistiske metoder for å systematisere dette (De Nasjonale Forskningsetiske Komiteene, 2015).

I en verdsettelse er det mest grunnleggende å innhente regnskapsinformasjon og systematisere disse tallene. Regnskapstallene dreier seg om tidligere drift, og har kun et historisk perspektiv. En kvantitativ metode vil dermed ikke være særlig signifikant uten å bli supplert med en kvalitativ metode. En kvalitativ metode vil gi oss en dyptgående forståelse for det grunnleggende i diverse talldata, og kan indikere hvordan tallenes utvikling vil kunne se ut. I den strategiske analysen vil den kvalitative metoden komme frem der vi foretar en gjennomgripende analyse av selskapet. Vi vil ta i bruk både kvantitativ og kvalitativ metode, da kvalitativ metode vil virke mer oppklarende på den kvantitative.

### 3.2 Datainnsamling

Man kan skille data inn i primærdata og sekundærdata. Hensikten til primærdata er å avklare et begrenset og nåværende problem. Dette blir gjort gjennom observasjoner, eksperimenter eller intervjuer som stammer direkte fra kilden. Sekundærdata er informasjon som er hentet fra kilder som allerede finnes for å svare på andre problemer. I oppgaven vil vi for det meste bruke sekundærkilder fra diverse årsrapporter, kvartalsrapporter og diverse andre rapporter hentet fra Orkla og andre i næringslivet (Sundbye, 2017).

### 3.3 Validitet og rentabilitet

Vi ønsker å basere våre verdiestimer på data som er valid og pålitelig. Validitet vil si at datagrunnlaget svarer på problemene som konkretiseres. Reliabiliteten til en undersøkelse vil

si hvor pålitelig datainnsamlingen er. Det er viktig å ha et kritisk øye til data som hentes inn, både fra selskapet og andre relevante dokumenter fra andre aktører i bransjen. Ved en kvantitativ tilnærming vil vi oppfylle dette kriteriet, på grunn av at alle tallene er hentet fra regnskap som er publisert i årsrapporter og kvartalsrapporter (Grennes, 2012). Disse rapportene er pålagt strenge kvalitetskrav, og vi vurderer dermed kriteriet om reliabilitet som innfridd, ettersom vi ønsker å finne et anslag på hvordan fremtidens inntjening for Orkla vil se ut. Det er derfor nødvendig med aktuell informasjon, og vi benytter oss derfor av årsrapporten for 2020 i størst grad.

## 4 Verdsettelsesteori

### 4.1 Valg av verdsettelsesteknikk

Det finnes flere forskjellige økonomiske teorier for hvordan man skal vurdere verdien av selskaper og det er ingen fasit på hvilke teorier som er best egnet. Dette vil variere av hvilke type selskap man ønsker å verdsette, hva slags informasjon man har tilgjengelig og hvilke forutsetninger man ønsker å ta. Det er vanlig å skille mellom tre primærmetoder for å verdsette et selskap: nåverdi av den fremtidige kontantstrømmen, relativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Disse tre metodene kan gi betydelig variasjoner i verdi så det er viktig å bruke den som er best egnet for gjeldene selskap, for mulighet med supplering av flere metoder for å styrke utregningen. Vi vil nedenfor gå gjennom de forskjellige metodene, og skrive om fordeler og ulemper med dem. I tillegg vil vi utdype hvilke metoder vi ønsker å ta med videre i oppgaven, samt hvorfor de er relevante for verdsettelse av Orkla ASA.

### 4.2 Fundamental verdsettelse

Den fundamentale verdsettelsen benyttes ved å gå gjennom fundamentene til et selskap gjennom en strategisk analyse og undersøkelse av regnskapstall. Dette skal sees i sammenheng med vekstutsikter og risiko, som vil kunne gi en god indikasjon på hvordan inntektene til selskapet vil være fremover i tid. Med dette vil man videre finne nåverdien til selskapets fremtidige frie kontantstrømmer og vurdere selskapets verdi. Dette kan gjøres enten via egenkapitalmetoden eller totalkapitalmetoden også kalt selskapsmetoden. Egenkapitalmetoden benyttes for å finne selskapets verdi av egenkapital direkte ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer med egenkapitalkravet. Med totalkapitalmetoden finner man verdien av egenkapitalen indirekte ved å først finne selskapskapitalen for deretter å trekke fra rentebærende gjeld. Ved begge metodene skal fremtidige kontantstrømmer beregnes og diskonteres til en nåverdi. De to utregningene skal i teorien gi det samme svaret og skal komme frem til verdien av egenkapitalen. Bruk av denne metoden er oftest benyttet i sammenheng med langsiktige investeringsstrategier. Under ser vi formelen hvor  $CF$  er kontantstrømmen,  $n$  er antall perioder og  $r$  er avkastningskravet (Damodaran, 2012).

$$Nåverdi = \sum_{n=1}^N \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

Formel 4.1 – Nåverdi av fremtidig kontantstrøm

Et avvik på utregning av formelen og en aksjeverdi kan si deg noe om et selskap er over eller underpriset. Likevel som regel ikke nok til å kunne si noe med sikkerhet, da metoden baseres på estimer om fremtiden.

#### 4.2.1 Fremtidig kontantstrømmer

Det er nevnt to metoder for å finne frem kontantstrømmene til selskapet, men uansett hvilken metode man bruker, er det viktig å være konsistent gjennom verdsettelsen ved å benytte seg av nominelle eller reelle verdier, ikke en blanding av begge to. I denne oppgaven velger vi å benytte oss av nominelle verdier. Vi velger videre å anvende totalkapitalmetoden, og på denne måten unngår man spekulasjoner rundt finansielle kontantstrømmer. Fri kontantstrøm til totalkapitalen gitt ved FCFF beregner kontantstrømmen som er tilgjengelig for både aksjonærer og kreditorer. Metoden tar altså med risikoen knyttet til både egenkapitalen og selskapets gjeld. Formelen for FCFF er gitt ved:

Driftsinntekter
(-) Driftskostnader for avskrivninger
<b>(=) EBITDA</b>
(-) Avskrivninger
<b>(=) EBIT</b>
(-) Skatt
<b>(=) EBIT etter skatt</b>
(+/-) Avskrivninger
(-) Investeringer
(+/-) Endring i arbeidskapital
<b>(=) Fri kontantstrøm til totalkapitalen</b>

Formel 4.2 – Fri kontantstrøm til totalkapitalen

Kontantstrømmene for de kommende årene blir estimert ved å regne ut estimer på fremtidige innbetalinger og utbetalinger til selskapet. Antakelsene er basert på historiske regnskapstall og andre funn gjennom en strategisk analyse. Ved bruk av totalkapitalmetoden må man også legge til avskrivninger etter skattefradrag, trekke fra investeringer, og justere for

endring i arbeidskapital for å komme frem til selskapets kontantstrøm. Etter å ha estimert kontantstrømmer for fremtiden må en som nevnt finne nåverdien av disse kontantstrømmene. Dette må gjøres ettersom en krone er verdt mer i dag enn hva den er verdt i fremtiden, da man heller kunne plassert kronen i en alternativ investering. For å diskontere de fremtidige kontantstrømmene må man ha et avkastningskrav å dele dem på og det vil i dette tilfellet være avkastningskravet til totalkapitalen som vi kommer tilbake til senere i kapitlet. Den største svakheten til metoden er at beregningen kun er anslagsverdier og har ingen garanti for å bli oppfylt

#### 4.2.2 Terminalverdi

Det er nærmest en umulig oppgave å estimere kontantstrømmer fremover i tid helt korrekt, og desto lengre fremover du kommer jo vanskeligere blir det, ettersom alle er uvitende om fremtiden. Man benytter derfor en to periodisk DFC-modell som også består av en eksplisitt periode og en implisitt periode i siste året. Denne perioden vil bestå av en konstant terminalvekst og er ikke mulig å estimere med sikkerhet, både på grunn av praktiske årsaker, men også fordi selskapene historisk sett har vist at inntekter avtar etter x antall år, noe som problematiserer en konstant vekstfaktor. Det er her avgjørende å ikke overvurdere selskapets stabile vekstrate. Dersom veksten i det uendelige er større en veksten av den globale BNP økningen, vil det i teorien si at selskapet vil vokse til å bli større enn hele verdensøkonomien. Det vil derfor være greit å ha som grunnregel at den stabile veksten ikke kan overstige BNP-veksten (Damodaran, 2012). Terminalverdien vil bli beregnet med dividendemodellen gitt ved formelen:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{Fri kontantstrøm}_{t+1}}{(\text{Avkastningskrav} - \text{stabilvekst})}$$

*Formel 4.3 – Terminalverdi*

#### 4.2.3 Avkastningskrav

Som nevnt må man også finne avkastningskravet for å kunne neddiskontere kontantstrømmen til en nåverdi. Avkastningskravet forteller hvor mye du forventer å få igjen på en alternativ investering av kapitalen, justert for risiko. Dette er derfor også kravet du vil kunne forvente å få igjen på de gjeldende investeringene. For å finne avkastningskravet til investorer benytter man seg av kapitalverdimodellen, også kalt CAPM, som blir brukt til å neddiskontere

kontantstrømmen til egenkapitalen. Dette avkastningskravet blir også brukt til å finne avkastningskravet til totalkapitalen. Avkastningskravet til totalkapitalen er kalt WACC og venter inn kostnad på gjeld og skatt og er derfor også relevant for leverandør og andre interessenter.

#### 4.2.4 CAPM

Utrekning av avkastningskravet til egenkapitalen er oftest brukt med kapitalverdimodellen. Det kan blant annet også brukes en metode kalt «arbitrage pricing model», vi har derimot valgt å utelukke denne og heller benytte oss av CAPM, som vi mener er best egnet for denne verdsettelsen. Modellen består av tre variabler; risikofri rente, markeds risikopremie og beta. Her er beta bedriftsspesifikk, mens den risikofrie renten og markeds risikopremie er markedsspesifikke. Det vil derfor gå mer arbeid inn i å finne beta for selskapet, mens de andre variablene benytter seg av mer funn som allerede gjort av andre finansielle instanser. Kapitalverdimodellene er gitt med følgende formel:

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

*Formel 4.4 – Kapitalverdimodellen*

##### 4.2.4.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten spiller en sentral rolle når man skal finne et avkastningskrav. Det er to krav som må oppfylles for at en rente skal være risikofri; det kan ikke foreligge risiko for mislighold og det kan ikke være reinvestingsrisiko knyttet til investeringen (Damodaran, 2012). Den risikofrie renten er altså den høyeste avkastningen som er mulig å oppnå ved å plassere pengene risikofritt. Den rasjonelle investor vil derfor ikke være villig til å akseptere en avkastning som er lavere enn den risikofrie renten. Det er veldig få investeringer som faktisk er hundre prosent risikofritt ettersom man aldri kan forutse fremtiden, da det kan oppstå både krig og økonomiske kriser. Man velger likevel ofte å vurdere norske statsobligasjoner som risikofri ettersom den norske stat ses på som en den mest sikre betaler med minimal sannsynlighet for å gå konkurs.

Videre er det også viktig å ta stilling til lengden på den risikofrie renten som skal benyttes. Lange renter er som regel alltid høyere enn korte, og dette må derfor tas stilling til når man velger rente. Jo lenger tidshorisont man benytter seg av, desto større sannsynlighet er det for



at forventet avkastning vil avvike fra den faktiske avkastningen. Det blir derimot mindre svingninger. En langsiktig rente kan også inneholde premie for likviditetsrisiko og inflasjon noe som er med på å gjøre den mindre egnet. Derfor vil det for et selskap som Orkla ikke være like relevant å bruke 30 års statsobligasjoner, men heller enn 10-årig risikofri rente, da man også antar at et selskap som Orkla har en lenger levetid enn dette (Damodaran, 2012).

Selv om Orkla får mye av inntekten sin i flere valutaer fra forskjellige geografisk lokasjoner, er den nominelle kontantstrømmen estimert og rapportert i norske kroner. Det er derfor anbefalt at den risikofrie renten bør være en langsiktig statsobligasjon fra Norge (Damodaran, 2012). Vi vil derfor ikke ta hensyn til påslag for landrisiko.

#### 4.2.4.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er differansen mellom forventet avkastning på markedsporteføljen og den risikofrie renten. Det å investere i aksjemarkedet innebærer risiko og en marginal investor vil derfor kreve en premie som overstiger den risikofrirenten for å plassere pengene i markedet. Denne premien er kalt markedets risikopremie og er gitt ved formelen:

$$\text{Markedsrisikopremie} = E(r_m) - R_f$$

*Formel 4.5 – Markedsrisikopremie*

Det finnes flere måter å finne frem til markedetsrisikopremien og vi skal ta for oss to av de mest vanlige, som er historisk- og implisitt risikopremie. Historisk markedspremie blir mest brukt i praksis og tar for seg gjennomsnittet av historiske avkastning av aksjer over historiske risikofrie renter i samme tidsperioder. Perioden som brukes for målingene kan variere mye. Det kan være alt fra et par år til 100 år. Risikopremien vil også variere ut ifra hvordan målingene blir gjort, enten med aritmetisk eller et geometrisk gjennomsnitt. Ved å bruke aritmetisk gjennomsnitt tar man for seg årlige gjennomsnitt gjennom hele perioden, mens geometrisk viser hele periodens sammenlagte avkastning ved å ta for seg forskjellen mellom siste og første måling. Det å finne frem til markedets risikopremie er svært omdiskutert og PwC gjennomfører årlig rapporter for å finne frem til et estimat, på bakgrunn av undersøkelser av fagfolk fra norsk finansanalytikers forening.

Implisitt markedspremie er derimot mer rettet mot nåværende pris i markedet og tar

utgangspunkt i at det i snitt er priset riktig (Damodaran, 2012). Man er interessert i å finne avkastningen fremover i tid og ikke hva den tidligere har vært. Fremtiden er naturligvis mye mer usikker, og man kan ikke forutse hva som vil skje. Dette kan gjøre at det forekommer store feil i beregningene dersom noe går galt. En fremgangsmetode for dette er Gordons utbytteformel gitt ved:

$$\text{Markeds risikopremie} = \frac{\text{utbytte per aksje} + \text{vekst i utbytte}}{\text{aksjepris}}$$

*Formel 4.6 – Markeds risikopremie med Gordons utbytteformel*

#### 4.2.4.3 Beta

Beta er et mål på hvordan en aksje svinger i forhold til markedet generelt og vil i gjennomsnitt være på 1. Dersom beta er høyere enn én vil aksjen være volatil og ha større svingninger enn markedet, og motsatt om den er under én. Hvis en beta har negativ verdi, vil den svinge motsatt av markedet og dette er ikke normalt. Eksempler på dette kan være gull, ettersom noen mener det er mer tryggere investering når markedet ellers går dårlig. Verdien på beta har mye å si på avkastningskravet til investorer ettersom det er et mål på risiko. Vi skal ta for oss tre forskjellige betaer, hvorav de to vanligste måtene å beregne tallet på er gjennom historisk- og fundamental utregning. Den tredje metoden er kalt justert bloomberg beta og går frem med den enkleste utregning.

#### **Historisk beta**

Fordelen med historisk beta er at det er mye enklere å regne ut, og man kan finne den gjennom en regresjonsanalyse. Metoden sammenligner aksjens historiske priser relativt til valgt indeks i samme tidsperioder. Her er det også avgjørende hvilke tidshorisonter og tidsintervaller man velger å benytte seg av, samt hvilke markedsindekser man sammenligner med. En av ulempene med modellen er at den tar for seg historiske priser fremfor å fokusere på fremtidige faktor. Et annet problem er at ikke alle selskaper har historiske priser tilgjengelig og man kan dermed ikke bruke historiske beta for å verdsette selskapet (Damodaran, 2012). Dette gjelder for eksempel selskaper som ikke har vært lenge på børsen, eller nylig oppstartede bedrifter.

#### **Fundamental beta**

Fundamental analyse av bedriften er en annen måte å finne beta, den er også kalt «bottom up beta». Denne metoden er blant annet mer egnet for nyere bedrifter som ikke har historisk data tilgjengelig (Damodaran, 2012). Metoden går ut på å sammenligne et selskap opp mot andre lignende selskap innenfor samme bransje og sektor. For å gjøre dette må man først kvitte seg med gjeldsstrukturen da den kan variere veldig fra selskap til selskap og vil gi feil bilde av betaverdien. Ved å sile ut gjeldsgraden kommer man frem «unlevered beta», også ofte kalt forretningsbeta eller gjeldfri beta på norsk. Denne betaen er helt upåvirket av både gjeld og skattesats og fremkommer ved å bruke formelen:

$$\beta_u = \frac{\beta_{gjennomsnitt}}{[1 + (1 - t) \times \left(\frac{D}{E}\right)]}$$

*Formel 4.7 – Unlevered beta*

Ved en verdsettelse ønsker man å finne den selskapsspesifikke betaen og må derfor legge til gjeldspåvirkningen til selskapet igjen etter å ha funnet unlevered beta for bransjen. Dette kalles for levered beta og man finner den ved å snu om på formelen og legge til unlevered beta med skatt og gjeldsgrad igjen:

$$\text{Levered beta} = \text{Unlevered beta} \times (1 + (1 - t) \left(\frac{D}{E}\right))$$

*Formel 4.8 – Levered beta*

### **Justert bloomberg beta**

Den tredje utregningen av beta er justert bloomberg beta og benyttes som et supplement for en bottom up beta eller en regresjonsbeta. Metoden går ut på teorien om at alle selskap på lang sikt vil komme til en stabil fase og utgjøre en større del av markedet. Med det er formelen utformet seg slik at betaen skal komme seg nærmere en verdi på 1.

$$\text{Justert beta} = \text{Beta} \times (0.67) + 1.00 \times (0.33)$$

*Formel 4.9 – Justert bloomberg beta*

#### 4.2.5 WACC

Etter å ha funnet egenkapitalkostnaden ved bruk av kapitalverdimodellen, kan man videre

finne totalkapitalkostnaden. Utregning av WACC finner man ved å regne ut vektingen egenkapitalen og gjelden, samt gjeldskostnaden. De aller fleste selskaper har et innslag av finansiell gjeld og fordelten med denne metoden er at den nøytraliserer denne gjelden og kan sammenligne selskapenes finansielle struktur uten grad av gjeld. WACC er gitt ved følgende formelen:

$$WACC = \frac{E}{E+D} \times r_e + \frac{D}{E+D} \times r_d \times (1 - t)$$

*Formel 4.10 – Avkastningskrav til totalkapitalen*

### 4.3 Relativ verdsettelse

I denne delen av kapitlet skal vi gå gjennom en litt annen metode av å verdsette et selskap. Den andre verdsettelsesmetoden kalles for relativ verdsettelse og går ut på å finne prisen til et selskap relativt til andre lignende selskaper. Man tar da utgangspunkt i andre selskaper i samme bransjesektor og ser hvordan de er priset i markedet basert på ulike multipler. For at det skal være sammenlignbare selskaper må man helst benytte selskaper med likhet i vekstutsikter, kontantstrøm og risikoforventninger. Det skal sies at dette ikke er lett å finne, da man heller ikke har nok innsikt i selskapene. Som sammenligning av selskaper bruker man multipler for å finne verdien. Hvilke man bruker vil kunne variere fra bransje til bransje. Dette er i motsetning til DCF-metoden mye enklere og mindre tidkrevende, noe som er en fordel. De vanligste multiplene kan deles inn i tre kategorier: inntjeningsmultipler, balanseorienterte multipler og ikke-finansielle multipler. Vi skal foreta oss de to førstnevnte gjennom Pris/inntjening, Pris/bok, og EV/EBITDA.

#### 4.3.1 Pris/inntjening (P/E)

Denne metoden er blant den mest anerkjente og brukte metoden for å verdsette et selskap. P/E står for «Price/Earnings» og tar for seg forholdet mellom markedsprisen til aksjen og resultat per aksje. Det er vanlig å benytte seg av denne metoden blant de mer stabile vekstselskapene som ikke har mye variasjon av investering, vekst og avskrivninger (Kaldestad & Møller, 2016). En kan sammenligne P/E verdien til et selskap med lignende selskaper innenfor samme sektor, for å få en indikasjon på om aksjeprisen er høy eller lav. Dersom man får lav verdi i

forhold de andre kan det sies at selskapet er «billig». Metoden får derimot mye kritikk for å ikke ta for seg kapitalstrukturen og risikoutsiktene til selskapet, og kan skape store forskjeller når man sammenligner med andre selskaper. Derfor er det også vanlig å bruke multippelen EV/EBITDA som er et supplement for P/E

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

*Formel 4.11 – P/E multippelen*

#### 4.3.2 Pris/bok (P/B)

Pris/bok metoden viser selskapets evne til å skape fysisk verdi. Den viser forholdet til markedsverdien av selskapet og den bokførte verdien av selskapet. Den bokførte verdien til et selskap finner man ved å trekke all langsiktig og kortsiktig gjeld fra anleggsmidlene og omløpsmidlene. Multippelen er godt egnet for store selskap som driver med produksjon og salg av fysiske varer, i motsetning til selskap som driver med forskning og ikke har verdier knyttet opp mot virkelig verdier. Fordelen her er at den kan benyttes selv om resultatet til selskapet er negativt, noe som ikke er mulig med P/E (Damodaran, 2012). Ulempen er derimot at den ikke tar for seg immaterielle verdier, som arbeidskraft eller varemerke.

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

*Formel 4.12 – P/B multippelen*

#### 4.3.3 EV/EBITDA

Denne metoden tar for seg forholdet mellom selskapsverdien og driftsresultatet før avskrivninger. Den er som tidligere nevnt et godt supplement for P/E og tar for seg problemene rundt kapitalstrukturen og avskrivningene til et selskap. Problemet med metoden er at den ikke tar for seg den reelle fremtidige risikoen og behovene for investering. Derfor brukes den ofte i kombinasjon med andre multipler.

- man trekker kontanter fra markedsverdien til selskapet ettersom det ikke finansinntekter ikke er en del av EBITDA

$$\frac{\text{Markedsverdien av egenkapital} + \text{markedsverdi av gjeld} - \text{kontanter}}{\text{Resultat før finansinntekt, skatt og avskrivning}}$$

## 4.4 Metode

### 4.4.1 Valg av metode

Vi kommer hovedsakelig til å fokusere på den fundamentale metoden ved å diskontere fremtidig kontantstrøm til totalkapitalen. Vi vil som et supplement for dette også utføre en relativ verdsettelse med multippelmetoden for å se om prisen vi kommer frem til kan forsvares. Til slutt vil vi også gjennomføre en sensitivitetsanalyse for den fundamentale metoden.

## 5 Strategisk analyse

### 5.1 Innledning

En strategisk analyse vil redegjøre for Orklas strategiske posisjon i markedet og klargjøre styrker og svakheter som vil påvirke fremtidige kontantstrømmer. Det er derfor nødvendig å gå dyptgående gjennom makroomgivelser, bransjeforhold og andre eksterne faktorer. I tillegg er det viktig å gå gjennom interne selskapsspesifikke egenskaper og kvaliteter for Orkla. Disse forholdene vil ha en indirekte eller direkte effekt på de fremtidige inntjeningene og kostnadene som vi skal beregne senere i oppgaven. I den eksterne analysen vil vi ta i bruk analyseverktøyene PESTEL og Porters fem krefter. I den interne analysen vil vi ta i bruk ressursanalysen VRIO. Vi konkluderer den strategiske posisjonen i en SWOT-analyse for å enklere klare å applisere den strategiske analysen når vi skal beregne fremtidig utvikling.

### 5.2 PESTEL

PESTEL er et rammeverk som tas i bruk for å analysere makroøkonomiske forhold som påvirker bransjen eksternt. Modellen går gjennom hvordan politiske, økonomiske, teknologiske, miljømessige og juridiske forhold påvirker bransjen. Selskapene er nødt til å tilpasse strategien eller omgivelsene for å kunne utnytte mulighetene på best mulig vis. Med denne analysen kan vi identifisere drivkreftene i markedet og se på fremtidige utfordringer og muligheter som bransjen står ovenfor (Johnson, Whittington, Regner, Scholes, & Angwin, 2017).

#### 5.2.1 Politiske forhold

Politiske forhold og legale forhold er utfall som følge av endringer i lover og reguleringer. Dette er resultater av politiske og lovmessige utviklinger innen samfunnet som påvirker selskaper (Johnson, Whittington, Regner, Scholes, & Angwin, 2017). Videre skal vi diskutere faktorer som politisk stabilitet, samt handels- og landbrukspolitik og skattepolitikk. Sist vil vi nevne legale faktorer som helse og sikkerhet, likestilling, produktmerking, produktsikkerhet, annonseringsstandarder og forbrukerrettigheter.

### 5.2.2 Politisk stabilitet

Når det kommer til politisk stabilitet, er det vesentlig å ta hensyn til den geografiske begrensningen det er brukt for bransjen. I dette tilfellet er bransjeområdet som nevnt branded consumer goods. Orkla uttaler selv i årsrapporten for 2020 at hovedmålet er å styrke sin posisjon som en ledende leverandør av merkevarer og forbruksvarer i Norden, Baltikum, Sentral-Europa, India og andre utvalgte markeder. Politisk stabilitet er dermed en beskrivende faktor for hvordan makromiljøet til bransjen er. I United Nations Association of Norways oversikt er de nordiske landene bestående av Danmark, Sverige, Finland Island og Norge alle land med bevist politisk stabilitet. Oversikten er basert på hvordan næringslivet, akademikere og risikoanalytikere ser på den politiske situasjonen (FN, 2018). Reguleringer fra myndighetene er en viktig makrofaktor (Johnson, Whittington, Regner, Scholes, & Angwin, 2017). Politisk stabilitet er ikke nødvendigvis en garanti for at det forekommer lite endringer, men det er nærliggende å antyde at endringer i reguleringer innen handel, skatt og landbruk er mindre omfattende enn i land med mindre politisk stabilitet.

Politisk stabilitet tilfører stillhet og redusert behov for akklimatisering og fornyelse, men det finnes fremdeles reguleringer som selskapene i bransjen må anerkjenne. Videre skal vi se på faktorer som handelspolitikk, skattepolitikk og landbrukspolitikk. Ettersom 69% av Orklas virksomhet er i Norden er det naturlig å ta i bruk den norske modellen for landbruk og avgiftspolitik. Det er selvfølgelig interne forskjeller mellom de nordiske landene, men den norske modellen gir et kurant perspektiv på politiske krefter som har innflytelse på bransjen. Den norske modellen innbefatter bransjens aktivitet spesifikt innen dagligvarer som et segment.

Norge er medlem av EØS, som gir organisasjoner fordeler i form av fri flyt av varer og tjenester, kapital og personer på tvers av landegrenser i medlemslandene i EU og EØS (Regjeringen, 2013). Dette er forhold som naturligvis gjør det enklere for Orkla å drive virksomhet i andre europeiske land, og er til stor nytte ettersom 28% av den totale virksomheten er i resten av Europa og Baltikum. Man må allikevel ta hensyn til toll som gjelder for landbruksvarer. Den norske stat ønsker å verne norsk matproduksjon gjennom toll og jordbruksavtalen (Toll, 2020). Hensikten med toll er å kompensere for kostnadsforskjeller ved produksjon innenlands og utenlands. Jordbruksavtalen har som formål å sikre økonomisk kompensasjon for arbeidet til norske bønder (Landbruk.no, 2017). Dette er politiske vedtak



som reduserer internasjonale aktørers omfang i det norske markedet, og endringer i landbrukspolitikken kan åpne opp for flere aktører i de lokale markedene.

Vi ser at skattenivået i Norden og resten av Europa varierer. Per desember 2020 operer Norge og Danmark med en selskapsskatt på 22%, Sverige på 21.4%, og Finland og Island på 20%. Sammenligner man dette med andre sentrale land i Europa, eksempelvis Tyskland og Frankrike, operer disse landene med en høyere selskapsskatt på henholdsvis 30% og 28% (Trading Economics, 2021). Dette gir den nordiske bransjen en fordel, da høyere skatt vil bidra til lavere resultat. Finansministrene i G20 landene diskuterte nylig et amerikansk initiativ om å få på plass en global minstesats for selskapsskatt. Initiativet har fått en varm mottakelse fra EU, Tyskland, Frankrike og IMF. Initiativet har som formål å sikre at selskaper og land kan fortsette å være konkurransedyktige (Finansavisen, 2021). USAs president Joe Biden har foreslått å øke USAs selskapsskatt til 28% og minsteskatten for multinasjonale selskaper til 21% (E24, 2021). Det er naturlig å forvente at den potensielle minstesatsen ikke kommer til å være under det gjennomsnittlige nivået i Europa på rundt 20-tallet (Dagsavisen, 2021). Dette ville gått spesielt utover det baltiske markedet, da de baltiske landene på generell basis opererer med lavere rentesats enn de øvrige europeiske landene.

### 5.2.3 Økonomiske forhold

En annen makrofaktor man er nødt til å studere er den økonomiske utviklingen. Det er mange faktorer man kan analysere under økonomiske forhold. Økonomisk utvikling, inntektsnivå, arbeidsledighet, rentenivå og valutakursendringer, er alle sentrale faktorer som vil bli analysert videre i oppgaven.

Bruttonasjonalproduktet (BNP) er en viktig økonomisk størrelse som sier noe om tilstanden og utviklingen i et lands økonomi. BNP er lik summen av alle varer og tjenester som produseres i et land i løpet av et år, minus de varene og tjenestene som blir brukt under denne produksjonen. BNP per innbygger er landets BNP fordelt på antall innbyggere, og er et godt mål på velstandsnivået i et land. Det er en nærliggende sammenheng mellom forbruket og velstandsnivået i et land. Et land med høyt velstandsnivå vil ofte tilsi et høyere forbruk blant forbrukere (Statistisk sentralbyrå, 2017). I 2020 har Corona-pandemien påvirket BNP verden rundt. I Norge opplevde man den sterkest målte nedgangen i fastlandsøkonomien siden tallserien begynte i 1970, og det er antakeligvis den sterkeste nedgangen siden 2. verdenskrig.

Med en nedgang på 2.5% i BNP har Norge allikevel klart seg relativt godt gjennom 2020 sammenlignet med andre land (Statistisk sentralbyrå, 2021). For fjerde kvartal i 2020 har BNP for land i eurosonen sunket i snitt 5.1% fra 2019. For resterende EU-land har BNP sunket med 4.8% fra året før (Eurostat, 2021). De økonomiske forutsetningene har derfor vært noe dårligere enn tidligere. Spørsmålet er likevel hvordan den forventede økonomiske utviklingen har evne til å påvirke merkevarereselskapene. Ettersom Orkla er leverandør av samfunnskritiske varer som mat-, rengjørings- og hygieneprodukter, har bedriften allikevel stått støtt gjennom pandemien. Dette er nødvendighetsgoder, som er produkter som tar mindre del av en persons utgifter når inntekten øker (Regjeringen, 1997). Nødvendighetsgoder er produkter som forbrukerne trenger uavhengig av inntekt. Basert på dette er det naturlig å anta at den økonomiske utviklingen i samfunnet er mindre korrelert med merkevarereselskapenes inntekt enn andre produkter. Orkla oppgir selv at pandemien har hatt sine utfordringer, men at det i noen virksomheter også har opplevd økt etterspørsel og produksjon. Blant annet har bedriften etablert nye produksjonslinjer for produksjon av desinfeksjonsmidler. I andre virksomheter har det derimot vært nødvendig å permittere ansatte. Samlet falt husholdningens konsum 7,4% i Norge fra 2019 til 2020. I kjølvannet av pandemien er global BNP er tilbake i vekst (International Monetary Fund, 2021), og SSB har blant annet aldri registrert sterkere vekst i den norske fastlandsøkonomien enn i tredje kvartal av 2020 (Statistisk sentralbyrå, 2021). Som nevnt tar merkevareprodukter en mindre del av en persons utgifter når inntekten øker. Det er derfor naturlig å anta at salget av merkevareprodukter er relativt uavhengig av trender og samfunnsmessige forhold. Det forventes at salget av nødvendighetsgoder holder seg på et visst minstenivå, men dette er ikke en garanti for at forbrukere nødvendigvis vil velge Orklas produkter. Derfor er det nødvendig å analysere makrofaktorenes effekt.

Orkla har som nevnt 69% av hovedvirksomheten sin i Norden. I Norden finner man at det er lav arbeidsledighet, offentlige trygdeordninger og et godt velferdsnett. Det vil si at i Norden har en større del av befolkningen bedre kjøpekraft, og denne vil sannsynligvis ikke svekkes betraktelig, ettersom at de offentlige trygdeordningene sørger for at økning i arbeidsledigheten ikke nødvendigvis vil svekke kjøpekraften.

#### 5.2.4 Inflasjon

Prisendringene i Norge og Europa har i løpet av de siste årene utviklet seg i ulik retning på grunn av valutakurser og energipriser (Statistisk sentralbyrå, 2016). I Europa er inflasjonen

generelt lav. Dette kan skyldes at eurosonen fortsatt er i lavkonjunktur som følge av finanskrisen. Inflasjonen i Norge og Norden er på en generell basis høyere enn resten av Europa. Island har 4.6%, Norge har 3.1% og Sverige har 1.7%. Inflasjonen i Finland og Danmark er noe lavere med henholdsvis 1.3% og 1%. De baltiske landene har generelt høyere inflasjonsnivå enn de øvrige landene, og dette tyder på at det veksten i det generelle prisnivået er høy sammenlignet med resten av Europa (Trading Economics, 2021). Ifølge årsrapporten til Orkla økte netto rentebærende gjeld med 585 millioner kroner sammenlignet med utgangen av 2019. Orklas rentebærende gjeld består hovedsakelig av obligasjonslån, samt noe banklån. Som følge av corona-pandemien har styringsrenten i Norge ligget på 0% i store deler av 2020, og ventes å bli liggende på dagens nivå en god stund fremover (Norges Bank, 2021). Dette vil medføre rimeligere finansiering og lavere rentekostnader for Orkla.

### 5.2.5 Sosiokulturelle forhold

Befolkningsendringen i de nordiske landene har de siste årene vært stadig økende. I Norge økte folketallet med 0,3% i 2018, mens man i Island så en økning på 0,5%. I Sverige og Danmark økte tilveksten med 0,2%, mens Finland var det eneste nordiske landet med negativ tilvekst i 2018, med -0,1%. Befolkningstallet i Norden per 2019 ligger på 27.36 millioner, og er ventet å stige med 3 millioner de neste 40 årene. I Europa er derimot tilveksten synkende. I 2018 sank befolkningstallet med 0.1% (Store norske leksikon, 2021). Merkevarerelskaper baserer seg i stor grad på salg av nødvendighetsgoder, og det er rimelig å forvente at økt befolkningstall vil medføre økning i salg. Ettersom den største andelen av virksomheten til Orkla er i Norden er dette et godt tegn på fremtidig vekst. Dersom det opprettholdes en positiv margin, kan økt befolkning ha en direkte innvirkning på resultater for Orkla. I tillegg har BCG-bransjen store muligheter for å kapitalisere på umettede markeder. Dette har også sammenheng med land som har stor befolkningsvekst. Følgelig finnes det muligheter for å utnytte endringer i befolkningen. Det er imidlertid ikke automatikk i at lønnsomheten er like tilfredsstillende i markeder som ikke enda har blitt utnyttet, av den grunn at dette ofte krever større kostnader.

Bærekraftighet er en faktor som er stadig mer i fokus hos forbrukere. De siste årene har forbrukere begynt å stille høyere krav til produktene. Merking av næringsinnhold, bedre kvalitet på råvarer, lavere uønsket næringsinnhold som sukker, fett og salt, er noe forbrukere stiller strengere krav til. Orkla arbeider for å redusere mengden salt og sukker i sine

produkter, og for perioden 2015-2020 er det samlede bidraget til forbruket av salt og sukker i befolkningen fra Orklas produkter redusert med henholdsvis 6,5% og 9%. Orkla satser også på bærekraftig vekst. Omsetningen på plantebasert mat økte med 21% fra 2019 til 2020. Utvikling av produkter som fremmer et bærekraftig forbruk er en prioritet for konsernet, og i 2020 kom 19% av omsetningen fra produkter definert som mest bærekraftige (Orkla, 2021). Det er rimelig å anta at forbrukere i fremtiden vil fortsette å stille strenge krav til selskapenes produksjonsprosess. Dette kan medføre økte kostnader, og redusere Orklas marginer. Samtidig kan det være en fordel å ha nærhet til lokale markeder i motsetning til andre globale merkevareselskaper. Denne trenden kan imidlertid også gi anledning for mindre selskaper å etablere markedsandeler.

#### 5.2.6 Teknologiske forhold

Næringsmiddelbransjen blir som nesten alle andre bransjer påvirket til en viss grad av teknologiske fremskritt i samfunnet. Teknologiske fremskritt anses allikevel ikke å være en faktor som omfattende påvirker bransjen. Frekvente endringer i teknologisk utvikling vil ikke påvirke BCG-bransjen i like stor grad som for eksempel IT-, Farmasi-, og Telekombransjen.

Matleveranse på døren er derimot en faktor som stadig øker i popularitet. Spesielt etter pandemiens opprinnelse har matleveranse på døren tatt store steg. Etter at Norge har vært preget av nedstenginger, har koronakrisen ført til enorm vekst for leverandørene. Kolonial.no viser til en omsetning opp mot to milliarder kroner i 2020, en økning på 800 millioner fra året før (NæringsEiendom, 2020). Orkla bør derfor ha gode relasjoner til disse leverandørene, og har samarbeid med både Kolonial.no og Brandhub, som er de bedriftene med størst omsetning innenfor matleveranse på døren (E24, 2017). Ytterligere teknologisk utvikling på dette området kan vise seg å være viktig for næringsmiddelbransjen å følge med på.

Orkla påpeker i tillegg i sin årsrapport at de i økende grad er avhengig av IT-systemer og rettmessig håndtering av informasjon. Risikoen for ondsinnede dataangrep øker, og cybertruslene vokser i alvorlighetsgrad og intensitet. Risikoarbeidet har endret seg på grunn av koronapandemien og økt bruk av hjemmekontor. Den nye arbeidssituasjonen har satt et økt press på å sikre kapasitet og opptid på Orklas IT-systemer. Et cyberangrep kan hemme Orklas virksomhet på en rekke området, inkludert omdømme, salg, produksjon og tap av immaterielle eiendeler. Beredskapsplaner, opplæring og bevisstgjøring av ansatte, samt

oppdatering av eldre IT-infrastruktur er blant viktige risikoreduserende tiltak Orkla oppgir at de har foretatt seg (Orkla, 2021).

#### 5.2.7 Miljømessige forhold

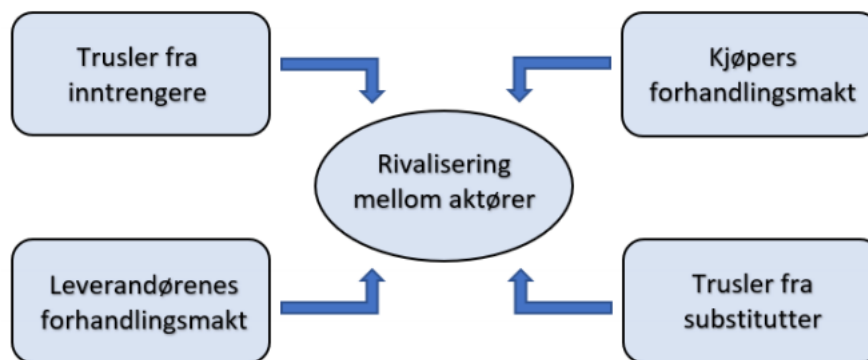
Miljømessige forhold innebærer alle samfunns- og miljømessige faktorer som kan påvirke et selskap. Dette er faktorer som klima, vær, geografisk lokasjon og miljøkrav (Business-to-you, 2016). Det er viktig for bedrifter å følge med på trender blant forbrukere, og som nevnt under sosiokulturelle forhold, er miljø og klima noen forbrukere er stadig mer opptatt av. Forbrukere ønsker spesielt å vite hvor varer kommer fra, og hvordan de produseres. I Orkla er det tydelig at klimapåvirkning og bærekraftighet er i fokus. I årsrapporten oppgis det at de omstiller til lavkarbonvirksomhet og ønsker å bidra til en bærekraftig gjenreising av økonomien etter koronakrisen. Orkla har blant annet satt vitenskapsbaserte mål for klimagassreduksjon i tråd med Paris-avtalen om å begrense global oppvarming til 1,5 grader. Disse er godkjent av den internasjonale organisasjonen Science-Based Targets Initiativet (Orkla, 2021). Hoveddelen av Orklas klimapåvirkning kommer fra råvarer. Orkla ønsker derfor å prioritere reduksjon av klimagassutslipp i hele verdikjeden. I tråd med retningslinjene for oppfølging av klimagassutslipp i Greenhouse Gas Protocol (Orkla, 2021). Orkla ble i 2020 rangert blant verdens beste børsnoterte selskaper på klimaledelse av den globale ideelle miljøorganisasjonen CDP. Orkla fikk karakteren A, som er den høyeste, og er blant de 270 beste av over 9600 rapporterte selskaper (Orkla, 2021).

Det vil være viktig for Orkla å fortsatt henge med på denne utviklingen. Begreper som bærekraftig utvikling og samfunnsansvar blir hyppig brukt i klimadiskusjonen. Orkla oppgir på sine hjemmesider at bærekraft står høyt på agendaen, og det er satt langsiktige mål for å nå sine mål for bærekraftig utvikling (Orkla, 2021). Tiltak som bransjen bør foreta seg er å øke satsingen på plantebaserte og klimavennlige produkter, samt kontinuerlig arbeide med å forbedre mattrygghet, forbedre leverandørkjeden, og opprettholde generell ansvarsfull drift, som Orkla påpeker i sin årsrapport (Orkla, 2021).

#### 5.3 Porters fem krefter

For å analysere bransjens attraktivitet målt med hensyn på lønnsomhet vil vi ta i bruk Porters femkraftsmodell. Dette er et rammeverk som vil gi en indikasjon på hvor gunstig

bransjeforholdene er for aktørene. I figuren under er modellen illustrert ved sine fem punkter: grad av rivalisering mellom aktører, trusler fra inntrengere, kjøpers forhandlingsmakt, leverandørens forhandlingsmakt og trusler fra substitutter. Modellen fungerer som et godt redskap til å fremstille utfordringer og muligheter for forbedringer hos bedrifter, og fremstiller utgangspunkt for videre strategi. Dersom disse konkurransekraftene har en høy tilstedeværelse, vil dette ifølge Porter gi et lite attraktivt marked med mye konkurranse og lav lønnsomhet. Videre i oppgaven vil de fem konkurransekraftene bli analysert for å gjøre rede på hvordan bransjen branded consumer goods konkurranseomgivelser påvirker Orkla, og hvilken innvirkning dette har på fremtidig inntjening for konsernet. (Johnson, Whittington, Regner, Scholes, & Angwin, 2017)



Figur 5.1 – Porters femkraftsmodell

### 5.3.1 Trusler fra inntrengere

Trusler fra inntrengere innebærer hvor enkelt det er for nye aktører å etablere seg i en ny bransje. Det forekommer alltid risiko for at nye aktører kan tilegne seg markedsandeler, men alvorlighetsgraden av trusselen avhenger av ulike faktorer. Dette dreier seg om hvor enkelt det er for nye aktører å tilegne seg like betingelser og forutsetninger. I enkelte tilfeller er lang erfaring grunnleggende for å være kostnadseffektiv, mens i andre tilfeller kan stordriftsfordeler og masseproduksjon stenge nye aktører ute. De som allerede har store markedsandeler, har sannsynligvis de beste beliggenhetene og ressursene. Andre faktorer er tilgang tilbuds- og distribusjonskanaler, reaksjoner og tiltak fra nåværende aktører og juridiske restriksjoner som patenter, lisenser, tillatelser og lignende (Johnson, Whittington, Regner, Scholes, & Angwin, 2017).

I bransjen for branded consumer goods, dreier det seg stort sett om salg av forbruksvarer. Dette er i stor grad nødvendighetsgoder, og det er naturlig å anta at dette er konsumentene er prissensitive når det kommer til valg av produkt. Dersom konsumentene skal ha lave priser, kreves det at produsentene har lave kostnader for å tilegne seg positiv margin.

Stordriftsfordeler vil ofte bidra til lave kostnader, og i bransjen for branded consumer goods finnes det kun et fåtall store aktører, som gjør at det er rimelig å anta at slike fordeler forekommer. Dette er fordeler vedrørende testing av nye produkter, markedsføring, distribusjon og produksjon. Aktører som allerede er etablert i markedet vil dermed bidra til å utelukke nye aktører, og trusselen fra inntrengere reduseres.

Nettverkseffekter er en annen faktor som indikerer risikoen for hvor enkelt det er for nye aktører å innta markedet og stjele markedsandeler. Nettverkseffekter dreier seg om at kjøpers betalingsvillighet stiger med antall personer som kjøper produktet (Porter, 2008). I bransjen for branded consumer goods foreligger det allerede veletablerte merkevarer med betydelige kundebaser. Man antar dermed at betalingsvilligheten for nye produkter er forholdsvis før produktet eventuelt øker i popularitet hos konsumentene. Inntrengere må følgelig finne seg i å kreve redusert pris for produktet, som således gjør at det stilles høyere finansielle krav til inntrengeren, ettersom inntrengeren må overleve en introduksjonsfase med lavere marginer ved siden av faste kostnader som allerede kan være signifikante.

Bransjen for branded consumer goods søker kontinuerlig etter nye produkter som tilfredsstillende konsumentene, og dermed øker konsumentenes etterspørsel. Her er lang erfaring innenfor bransjen avgjørende for utvikling og markedsføring av nye produkter.

Nødvendigheten av finansiell kapasitet kan heller ikke underdrives, ettersom aktørene må ha kapabilitet til å feile med utvikling av nye produkter.

Alvorlighetsgraden av trusselen fra nye inntrengere i bransjen avhenger i stor grad av hvem inntrengeren er. Nyetablerte selskaper vil ha langt færre muligheter til å etablere seg i markedet i forhold til store multinasjonale selskaper som ønsker å gå inn i et nytt produktmarked. I tillegg vil trusselen påvirkes av hvordan de etablerte aktørene har reagert på forsøk fra inntrengere (Porter, 2008). Da Lidl gikk inn i Norge i 2004 viste de øvrige aktørene tøff konkurranse, samt at norske forbrukere viste tilbakeholdenhet og skepsis for varesortimentet. Dette førte til at Lidl tre år senere solgte alle sine butikker til REMA 1000

(Dagens Næringsliv, 2014). Eksempler som dette fører til at øvrige aktører som ønsker å trenge inn i bransjen gjerne vil stille seg tvilende til å forsøke å tilegne seg markedsandeler.

Nye aktører i bransjen vil totalt sett utgjøre liten trussel for Orkla. Dersom en nyetablering forsøker å stjele markedsandeler fra Orkla vil dette kreve enorme ressurser til både produktutvikling, innovasjon og markedsføring. Basert på alle ovennevnte elementer er trusselen for inntrengere i bransjen ganske lav.

### 5.3.2 Rivalisering mellom aktører

Bransjens rivalisering mellom konkurrenter går ut på å anskaffe seg størst mulig markedsandel. Flere aktører har samme potensielle kunde og leverer tilnærmet like produkter eller tjenester i markedet. Sterke rivaliseringer vil presse ned priser og påvirke lønnsomhet negativt. Bransjer med særlig liten vekst vil oppleve økt rivalisering, siden økt fortjeneste må komme fra eksisterende kunder hos konkurrentene. Antall konkurrenter og maktforholdet mellom disse spiller også en betydelig rolle, i tillegg til produkt differensiering, byttekostnader og høye utgangsbarrierer (Johnson, Whittington, Regner, Scholes, & Angwin, 2017).

Tidligere i oppgaven ble det nevnt at bransjen for branded consumer goods i det nordiske og europeisk markedet har forholdsmessig få store aktører. Orkla er det klart største selskapet i det nordiske markedet. De sammenlignbare selskapene P&G, Unilever, Nestlé og Mondelez har rundt en fjerdedel av Orklas omsetning hver for seg i det nordiske markedet, selv om de i det internasjonale markedet er vesentlig større (Orkla, 2021). Det nordiske markedet er dermed ikke veldig preget av et stort antall aktører med bortimot samme størrelse.

Det er ikke ventet omfattende vekst i bransjen for branded consumer goods. Dette vil være med på å øke den interne rivaliseringen blant selskapene for å anskaffelse av markedsandeler (Porter, 2008). Den interne rivaliseringen kan vise seg å være ufordelaktig for bransjen på grunn av økt priskonkurranse. Dette fører til at forbrukerne overtar overskuddet fra bransjen. Det er enkelt for forbrukerne å følge med på prissettingen til de diverse aktørene, og dette vil kunne undergrave produktens egenskaper og kvalitet (Porter, 2008). Mye tyder på at rivaliseringen i bransjen for branded consumer goods bidrar til å presse ned prisene. Dette skyldes at det er lite produkt differensiering og lave byttekostnader for forbrukerne. Det er verdt å merke seg at merkeloyalitet og nettverkseffekt vil bidra til å svekke denne effekten. En



annen faktor som bidrar til å trekke opp priskonkurranse er behov for å selge produktet mens det har verdi (Porter, 2008). Dette kommer eksempelvis av datomerking på produkter.

Bortsett fra dette finnes det liten grunn for å redusere priser for å kvitte seg med produktet.

Mange av produktene er tidløse klassikere som er innarbeidet blant befolkningen, og man vil oppleve en jevn salgsstrøm uansett.

Andre faktorer som kan påvirke bransjens lønnsomhet kan dreie seg om områder som kundeservice, leveringstid og merkevarekjennskap. Denne typen rivalisering bidrar til å øke verdien på produktet for kundene, samt at det kan bidra til å gjøre det vanskeligere for nyetableringer å tilegne seg markedsandeler (Porter, 2008). Dette fører til økt kundelojalitet, og aktørene har mulighet til å prise produktene sine høyere enn konkurrentene. Ettersom det er sterk nettverkseffekt i bransjen, er kvalitetsforskjeller mest tungtveiende i rivaliseringen med aktører utenfor bransjen.

### 5.3.3 Trusler fra substitutter

Substitutter defineres som produkter og tjenester som dekker samme behov som opprinnelige produkter fra bransjen. Betydningen av trusselen er avhengig av relasjonen mellom pris og egenskaper ved substituttene. Det betyr at prisen på et nytt produkt kan være høyere så lenge det tilfredsstiller behovene på en bedre måte. Det finnes flere substitutter for branded consumer goods som gjør at konsumentene har flere valgmuligheter. Lønnsomheten påvirkes negativt ved at det settes begrensninger på hvor høyt prisnivået før produktet eller merkevaren blir erstattet med et produkt eller merkevare fra en annen aktør (Johnson, Whittington, Regner, Scholes, & Angwin, 2017).

Man ser stadig at butikker utvikler egne merkevarer som First Price, REMA 1000 og Coop. Dette er naturlige substitutter for produkter innenfor branded consumer goods. Disse merkevarene er ofte billigere enn merkevarer fra de store multinasjonale aktørene i bransjen. Som nevnt tidligere i oppgaven regnes ikke butikkens egne merker som tilhørende i bransjen, ettersom produktsortimentet foreløpig ikke er bredt nok til å kunne kategoriseres her. Disse substituttene trussel måles på forholdet mellom pris og kvalitet (Porter, 2008). Konsumentene antas å være oppmerksom på kvalitetsforskjellen mellom merkevareproduktene og handelens egne merkevarer. Da avhenger konsumentens valg av om de finner det nødvendig å bruke mer penger på produktet. Dersom konsumentene slår seg til

ro med at billigproduktet tilfredsstillende behovet, vil trusselen fra disse substituttene være nok så høye, ettersom byttekostnadene for kundene også er lave. I tillegg til dette er matvarebutikkene som Coop og REMA 1000 kjeder med betydelige finansielle midler. Industrier med god inntjening fra før, vi ha større mulighet for å trenge seg inn i bransjen, og vil dermed utgjøre en større trussel (Porter, 2008).

I presentasjonen av handelens egne merkevarer ble det nevnt at andelen EMV i norske dagligvarebutikker i 2020 er i snitt 17,3%, og at den i perioden 2015-2019 har økt med 0,5%. I Sverige og Danmark, som også er en del av Orklas hovedmarked, er andelen EMV langt større (Nationen.no, 2021). Det viser en tydelig trend i at EMV-produkter er i ferd med å trenge inn i markedet i større grad enn tidligere. Dette bunner i at butikkjedene er i ferd med å utvikle en ny generasjon av egne merkevarer. For første generasjon EMV var strategien å tilby rimeligere produkter enn de store BCG-aktørene, men dette hadde en begrenset effekt rent salgsmessig i kategorier med sterke merker som brus, sjokolade, tannpasta og vaskepulver. Dette gjorde at de store aktørene måtte holde kostnadene nede for å sikre at prisgapet mellom EMV og deres merkevarer ikke ble for stort. Sterke merkevarer har imidlertid lenge klart å fremstå som mer attraktive. Konsumentene har vokst opp med disse, og de oppfattes å være overlegne på totalopplevelsen, og spesielt på dimensjoner som smak og kvalitet (Olsen & Olsen, 2021). I nyere tid ser man derimot at konkurransebildet er i ferd med å endres, og EMV begynner å bli en del av hverdagskulturen og noe forbrukerne vet hva er. Trenden viser at konsumentene stoler ytterligere på EMV, og i enkelte tilfeller oppfattes som et smart valg. Kjeden er i ferd med å utvikle en ny generasjon produkter utfordrer BCG-aktørene i kvalitet og innovasjonslederskap. Et eksempel på dette er NorgesGruppens eget merke, Jacobs, som «låner» merkeidentiteten til høykvalitetsbutikken Jacobs på Holtet. I tillegg ser man satsing på totalløsninger som krysser en rekke produkttekniske kategorier, som grillmat og julemat, som er i ferd med å gjøre EMV mer slagkraftig (Olsen & Olsen, 2021). Samtidig har næringskomiteen i Stortinget levert en innstilling hvor de ønsker at Konkurransetilsynet skal følge med på EMV og konsentrasjonen av kjedemakt, og om de får gjennomslag for dette, vil det bidra til å minske trusselen fra EMV (Lorvik & Ripegut, 2021).

Endringer i forbrukernes vaner og opplevelser ser ut til å bære preg av en viss passivitet. De etablerte merkevarerne vil antakeligvis oppfattes som å inneha generelt høyere kvalitet de kommende årene, men dersom utviklingen av EMV-produktene fortsetter, vil substituttene

utvise en atskillig trussel. Kjedene som står bak disse produktene er de samme som tar inn og selger BCG-aktørenes produkter, noe som gjør at det på sikt kan oppstå en interessekonflikt, men etterspørselen for disse produktene er bred, og det er mulig at det er plass til flere varianter av disse produktene. At substitutter kan innta markedsandeler er totalt sett overhengende sannsynlig.

#### 5.3.4 Kjøpers forhandlingsmakt

Kundenes ønske er å tilegne seg produkter og tjenester av høy kvalitet til lavest mulig pris. Dersom forhandlingsmakten til kunden er høy, vil dette gå på bekostning av lønnsomheten til selskapene i bransjen. Har kunden stor makt vil dette presse ned prisene og konkurransen øker mellom tilbyderne. Kundens makt avhenger av hvor konsentrerte de er i markedet. Få, men store kjøpere vil også her ha større makt. Lav byttekostnad og differensiering av produkter er også faktorer som påvirker maktforholdet (Johnson, Whittington, Regner, Scholes, & Angwin, 2017).

I BCG-bransjen selger aktørene sine produkter til konsumenter gjennom dagligvarebutikker og andre utsalgssteder. Aktørene i bransjen har derfor ingen direkte forbindelse til konsumentene. Allikevel må konsumentenes forhandlingsmakt inkluderes i analysen. Selv om konsumentene bruker en relativ liten del av inntekten på disse merkevarene, er kundebasen fremdeles betydelig. Dette er med på å både senke og øke konsumentenes forhandlingsmakt. Det er imidlertid ingen byttekostnad for konsumentene, og dette fører til økt forhandlingsmakt hos konsumentene ifølge Porters rammeverk.

Brorparten av utsalgssteder i Norden er store kjeder som Coop, REMA 1000 og Norgesgruppen i Norge. Dette er få, men store aktører, som ifølge Porter gir mer forhandlingsmakt overfor merkevareselskapene. På den ene siden kan utsalgsstedene håndplukke hvilke merkevarer de ønsker å selge, men de må samtidig ta hensyn til at merkevarene fra Orkla og øvrige aktører er innarbeidet blant konsumentene, og dette reduserer forhandlingsmakten. Som diskutert i avsnittet om substitutter, ser vi at kjedene lanserer sine egne merkevarer. Vi ser foreløpig sterk kundelojalitet til merkevarene, men handelens egne merkevarer øker i popularitet, og dette bidrar til å øke forhandlingsmakten hos kjedene.

### 5.3.5 Leverandørens forhandlingsmakt

Leverandører er tilbydere av varer og tjenester som bedriftene trenger for å opprettholde driften. Dette kan ha en direkte påvirkning på produktene som tilbys, eller en indirekte påvirkning ved arbeidskraft og finansiering. Markedsmakten til leverandørene bestemmes først og fremst av markedet og hvor avhengige selskapene er av leverandørene. Få leverandører som deler på markedet vil ha stor makt og innflytelse. På samme måte vil forhandlingsmakten være stor om leverandører ikke er avhengige av neste ledd i kjeden, og heller kan velge å utføre tjenestene selv. Dette kalles fremover vertikal integrasjon. Høye byttekostnader og differensierte produkter fra leverandørene påvirker også hvor stor forhandlingsmakt leverandørene innehar (Johnson, Whittington, Regner, Scholes, & Angwin, 2017).

I BCG-bransjen er leverandører hovedsakelig tilbydere av råvarer til produksjonen. Orkla oppgir i årsrapporten at 56% av bærekraftige innkjøp stammer fra lokale leverandører (Orkla, 2021). Samtidig stiller Orkla krav til alle sine leverandører om å følge Orklas etiske leverandørkrav, og at de sørger for at produksjonen skjer i tråd med internasjonale, anerkjente krav til menneskerettigheter, arbeidsforhold, miljø og antikorrupsjon (Orkla, 2021). Et høyt antall leverandører tyder på at bransjen er mer konsentrert enn leverandørgruppen. Ut ifra dette er det rimelig å anta at leverandørene er mer avhengig av bransjen enn omvendt, ettersom Orkla er i stand til å stille strenge krav til sine leverandører. I tillegg til dette er antakeligvis råvarene standardiserte og leverandørens muligheter til å differensiere seg er få. Orkla vil derfor kunne anses å ha sterk forhandlingskraft overfor leverandørene.

### 5.4 Oppsummering av ekstern bransjeanalyse

Vi har nå kartlagt makroomgivelsene og konkurransesituasjonen i BCG-bransjen ved hjelp av PESTEL og Porters fem krefter. Vi kom frem til at makrofaktorenes påvirkningskraft er noe svekket ettersom flere av merkevarer selskapenes produkter kategoriseres som nødvendighetsgoder. Effekten av den økonomiske utviklingen vil ikke påvirke bransjen i altfor stor grad, ettersom konsumentenes kjøpekraft ikke påvirker etterspørselen etter merkevarer. De politiske forholdene i Norden regnes også som stabile, og dette gir mindre usikkerhet knyttet til endringer i omgivelsene til Orkla kontra aktørene som opererer i

markeder med mindre politisk stabilitet. I tillegg er det ventet svak befolkningsvekst i Norden, noe som ventes å øke salget i tråd med veksten.

Trusselen fra inntrengere konkluderte vi med at var begrenset, ettersom bransjen består av et fåtall store aktører som innehar stordriftsfordeler vedrørende testing av nye produkter, markedsføring, distribusjon og produksjon. Spesielt finansiell kapasitet er avgjørende når det gjelder å kunne ha muligheten til å feile ved utvikling av nye produkter. Sett i lys av tidligere hendelsesforløp, har nettverkseffekten og kundelojaliteten stått frem som fremtredende faktorer som kan redusere trusselen fra inntrengere. Bransjen blir også forholdsvis preget av den interne rivaliseringen. Priskonkurransen kan vise seg å bli et resultat lav vekst i bransjen over tid, men trusselen fra intern rivalisering kan totalt sett graderes til middels. Trusler fra substitutter kan vise seg å være den største trusselen for bransjen på lang sikt, og vil ha en nøkkelrolle for bransjens utvikling. Kjøpers forhandlingsmakt avhenger av forholdet mellom utsalgsstedene og konsumentene, men foreløpig ses denne trusselen på som moderat. Leverandørens forhandlingsmakt er den minste trusselen for bransjen, ettersom det antas at leverandørene er mer avhengige av bransjen enn motsatt. I lys av dette ser vi at truslene til bransjen er overensstemmende med utviklingen av handelens egne merkevarer.

## 5.5 VRIO-analyse

### 5.5.1 Introduksjon og teori

Det er viktig med gode ressurser og kapabiliteter for å tilegne seg en bærekraftig konkurransefordel. Det handler om å utnytte ressurser, og kapabilitet er måten du utnytter ressurser på. Ressurs er et bredt begrep, og hva det innbefatter avhenger av industri, men vi kan dele ressurser inn i fysiske, humane og finansielle. Videre i oppgaven vil utføres en intern strategisk analyse for å kartlegge ressursene og kapabilitetene til Orkla ved bruk av analyseverktøyet VRIO. Ved hjelp av denne modellen kan vi vurdere hvorvidt ressursene og kapabilitetene er verdifulle, sjeldne, ikke-kopierbare og hvor godt de blir utnyttet av organisasjonen. VRIO analyserer ressurser og kapabiliteter etter samme kriterier. Vi vil først forklare teoriene med fokus på ressursene, før vi senere vil anvende teorien for både ressurser og kapabiliteter. Resultatet av analysen bidrar til at vi kan fastlegge Orklas styrker og svakheter, som vil hjelpe oss å estimere fremtidige kontantstrømmer (Johnson, Whittington, Regner, Scholes, & Angwin, 2017).

## Verdifulle

Modellens første punkt dreier seg om ressursene er verdifulle. Det vil si hvorvidt ressursene bidrar til at produktet eller tjenesten er verdiskapende for kunden. Ressursen må i tillegg utnytte muligheter eller fungere som beskyttende fra trusler for organisasjonen. Vi må likeledes vurdere kostnadene ressursene innebærer før en ressurs kan konkluderes som verdifull. Hvorvidt ressursene imidlertid er verdiløse vil dette kun føre til en konkurransemessig ulempe (Johnson, Whittington, Regner, Scholes, & Angwin, 2017).

## Sjeldne

Dersom en bedrift har verdifulle ressurser som allikevel er alminnelige, kan bedriften slite med å oppnå en konkurransefordel. Å besitte ressurser som kun et fåtall andre aktører innehar kan dermed være gunstig. Dette kan være som følge av nye måter å tenke på, nye utviklede produkter, eller at patenter og lisenser holder andre selskaper unna. Dersom bedriften innehar en verdifull og sjelden ressurs, vil selskapet få en midlertidig konkurransefordel (Johnson, Whittington, Regner, Scholes, & Angwin, 2017).

## Ikke-kopierbare

Hvorvidt et selskap har en konkurransemessig fordel basert på ressurser kommer an på hvor lett den er å kopiere. Dersom det er krevende eller svært kostbart å kopiere ressursene vil det ikke være gunstig for andre selskaper å innføre dette. Dette kan være tilfellet på grunn av at ressursene er et resultat av lang erfaring i bransjen, eller at teknologien er for avansert til å bli kopiert. Dette innebærer at en sjelden og verdifull ressurs som er vanskelig å kopiere vil gi et vedvarende konkurransemessig fortrinn (Johnson, Whittington, Regner, Scholes, & Angwin, 2017).

## Organisatorisk støtte

Det siste kriteriet i VRIO-modellen er å vurdere hvordan ressursen blir utnyttet i selskapet. Det er avgjørende for organisasjonen at den innehar prosesser, strukturer og en god kultur som vil ta vare på ressursene og følgelig utnytte dem best mulig. Ved dårlig ledelse, kan

selskapet risikere at en ressurs likevel ikke skaper et konkurransemessig fortrinn på tross av at den er sjelden, verdifull og ikke-kopierbar. Dersom disse kriteriene imidlertid er oppfylt, vil selskapet være godt rustet internt for å skape et konkurransemessig fortrinn som i tillegg er bærekraftig for fremtiden (Johnson, Whittington, Regner, Scholes, & Angwin, 2017).

### 5.5.2 Anvendelse av VRIO

#### Merkevare

Orkla er kjent for en sterk merkevare både nasjonalt og internasjonalt. Den gode posisjonen Orkla har i markedet er et resultat av kvalitetsprodukter og god markedsføring, og dette er en ressurs som på kort sikt er vanskelig å imitere. Merkevarenavnet kan dermed også anses som en sjelden ressurs, ettersom tidskomprimeringskostnader knyttet til oppbygging av merkevarenavn som oftest er en kostbar og tidkrevende prosess (Jakobsen & Lien, 2015). Sterke merkevarer bidrar til økt kundelojalitet og skaper følgelig en ekstra verdi for kunden. Mulighetene blir godt utnyttet, og merkevaren fører til økt betalingsvilje hos forbrukerne. Det vil også oppstå nettverkseksternaliteter, som vil si at det blir enklere for bedriften å utvikle ressursene ytterligere, desto mer ressurser bedriften har i utgangspunktet (Jakobsen & Lien, 2015). Det innebærer at bedriften lettere kan tiltrekke nye kjøpere til nye produkter fra samme merkevare. Ressursen blir dermed mer verdifull for bedriften i tillegg, ettersom kostnadene tilknyttet ressursen ikke overgår prisen på produktene. Det er ikke uvanlig å ha en sterk merkevare, men det er åpenbart at kun et fåtall av aktørene i bransjen kan ha dette samtidig. Dersom alle aktørene har en sterk merkevare, oppstår det et paradoks hvor ingen aktører vil inneha et konkurransefortrinn. Orklas portefølje av merkenavn må også evalueres i forhold til konkurrentene i markedet. Flere av Orklas konkurrenter satser på å skape verdenskjente merkevarer, hvorimot Orkla satser nærmere på lokale merkevarer. Dette har ført til at Orkla har etablert flere sterke merkevarer, og en ledende markedsposisjon i Norden. I bransjeanalysen vurderte vi trusselen fra handelens egne merkevarer. På lang sikt kan denne substitutten utgjøre en trussel for Orklas markedsposisjon, og det skaper usikkerhet rundt hvorvidt Orkla klarer å opprettholde markedsandelen. De globale sammenlignbare selskapene har derimot ikke foreløpig sitt hovedfokus på det nordiske markedet, og dette hentyder at konkurrentene antakelig har et ulikt vekstpotensial.

## Fysisk kapital

Fysisk kapital er driftsrelaterte eiendeler, som bygninger, tomter og maskiner. Dette er varige driftsmidler som er nødvendige for å gjennomføre den operasjonelle driften i bedriften. Fysisk kapital er en type ressurs som blir sett på som relativt alminnelig, ettersom majoriteten av aktørene innenfor bransjen innehar denne type ressurser. Man kan imidlertid vurdere kvaliteten og effektiviteten ved ressursene. Orkla eier og drifter 105 fabrikker på verdensbasis, og har i løpet av de siste årene hatt fokus på å optimalisere forretningsmodellen. Dette har de gjort ved blant annet å optimalisere fabrikkstrukturen for å sikre synergieffekter på tvers av forretningsområder, i tillegg til å sikre en konkurransedyktig vareforsyning og effektiv kapitalbruk (Orkla, 2021). Til tross for at Orkla har lagt ned betydelige ressurser i dette, er det vanskelig å tilegne seg et konkurransefortrinn, ettersom dette er ressurser som er mulig å kopiere dersom man har tilstrekkelig finansiell kapital.

## Kompetanse

Orkla oppgir at høy kompetanse på tvers av kategorier og selskaper er en fundamental del av Orklas strategi og kultur, og gjennom kontinuerlig kompetanse utvikling styrkes konsernets konkurransekraft. Orkla hevder i årsrapporten at produksjonen skal konsentreres på færre produksjonseenheter der det er hensiktsmessig, samt at eksisterende enheter optimaliseres gjennom økt automatisering, og at dette frigjør ressurser til innovasjon, vekst og kompetansebygging. Orklas høye kompetanse vil dermed ha direkte innvirkning på bedriftens innovasjonsevne, som videre påvirker bedriftens evne til å skape organisk vekst. Forståelse av forbrukerbehov, merkevareforståelse og produktutvikling er de kompetanseområdene Orkla oppgir at er viktigst. I tillegg til dette er det også viktig kunne utnytte effekten av disse på tvers av konsernet (Orkla, 2021). Disse ressursene er dermed grunnleggende for bedriftens innovasjonsevne, men disse ressursene hører ikke til sjeldenhetene, og det er rimelig å anta at konkurrentene har tilsvarende ressurser. Å danne et høyt kompetansenivå kan imidlertid være tidkrevende og vanskelig å kopiere. Ofte er kompetansekapital sterkt tilknyttet menneskelige ressurser, og Orkla har i 2020 styrket opplæringstilbudet for ledere ved å fornye konsernets lederutviklingsprogram, introdusert et nytt digitalt akademi for drift og utvikling av verdikjeden, og fornyet flertallet av Orklas akademier (Orkla, 2021).



## Oppsummering

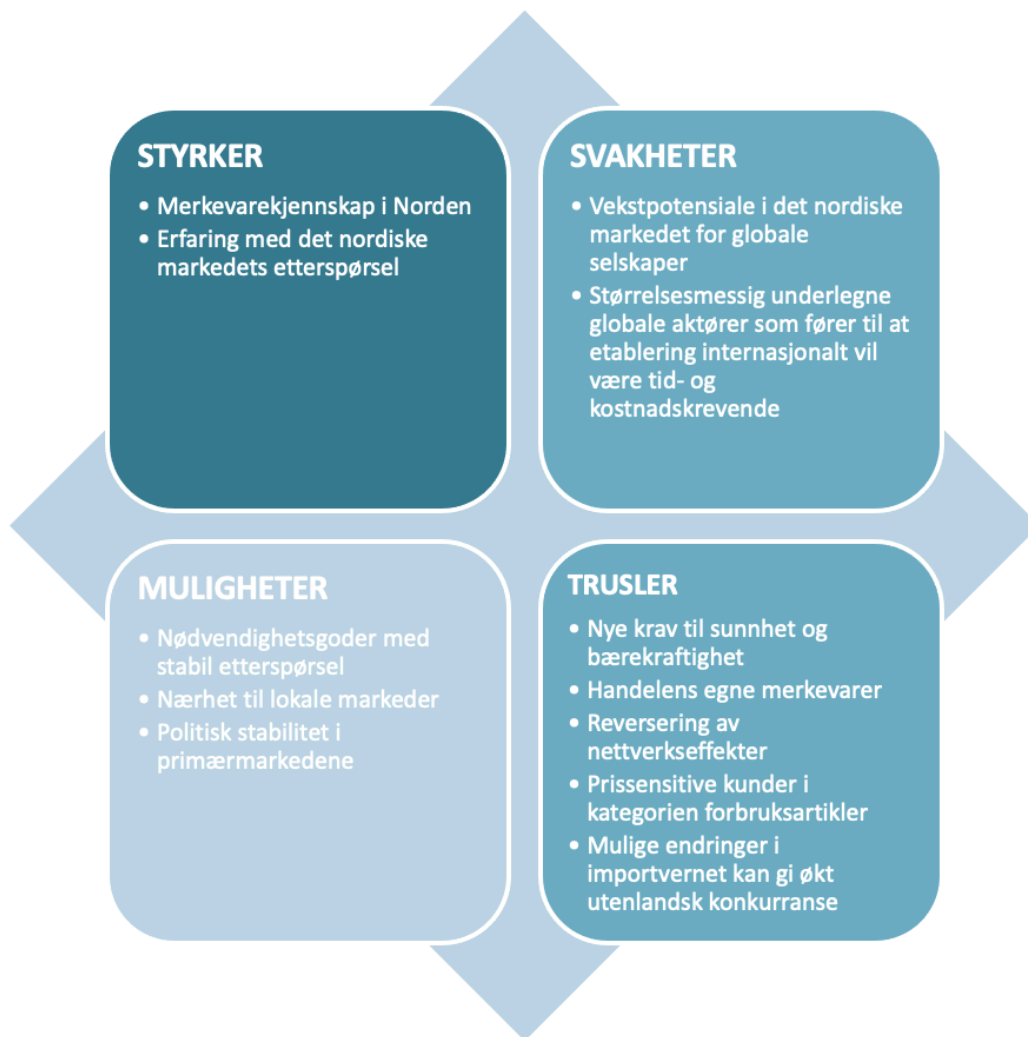
Nedenfor har vi oppsummert den interne ressursanalysen i en tabell. Tabellen viser at merkevareressursen til Orkla gir grunnlag for et midlertidig konkurransefortrinn. Dette kan trues på lang sikt, avhengig av konkurrentenes og handelens egne merkevarers utvikling i markedet. Vi definerer merkevareressursene som delvis ikke-kopierbare grunnet usikkerhet rundt hvorvidt konkurrenter kan tilegne seg større markedsandeler. Det vil være utfordrende for konkurrentene å kopiere merkevarerne på kort sikt, men på lang sikt foreligger det større usikkerhet rundt dette.

VRIO	Verdifull	Sjelden	Ikke-kopierbar	Organisatorisk støtte	Utfall
Merkevare	Ja	Ja	Delvis	Ja	Midlertidig fortrinn
Fysisk kapital	Ja	Nei	Nei	Ja	Paritet
Produktsortiment	Ja	Nei	Delvis	Ja	Paritet

Figur 5.2 – VRIO-analyse av interne ressurser

## 5.6 SWOT

For å oppsummere den interne og eksterne analysen vil vi sette resultatene inn i en SWOT-matrise. Dette er et hjelpemiddel som brukes som en tilknytning mellom omgivelser, ressurser og kapabiliteter. Ved å kategorisere dette får vi en oversikt over Orklas egne kvaliteter og utfordringer, samt at vi ser hva som bør forbedres for å være forberedt på fremtiden. Denne matrisen demonstrerer derfor de viktigste funnene vi har gjort i den strategiske analysen i dette kapitlet (Johnson, Whittington, Regner, Scholes, & Angwin, 2017).



Figur 5.3 – Anvendt SWOT-analyse

Den strategiske analysen viser at salg av nødvendighetsgoder begrenser trusler fra eksterne faktorer for merkevareselskapene. Kundegruppen er derimot prissensitiv for mange forbruksartikler, og dette er en trussel mot bransjens marginer. Orkla er stort sett grunnfestet i områder med politisk stabilitet, og dette medfører lavere risiko for politiske endringer som kan ha innvirkning på bedriften. Mulige endringer i importvernet kan derimot representere en trussel i form av økt internasjonal konkurranse.

Det stilles stadig strengere krav til bærekraftige og sunnere produkter, og dette medfører en viss risiko rundt fremtiden. Produksjon av disse produktene kan kreve økte kostnader og innovasjon. Ferdigmat er en type vare det spesielt knyttes usikkerhet rundt, men Orklas samspill med lokale markeder tilfører muligheter sammenlignet med aktører som operer på et

multinasjonalt nivå. Lokale råvarer kan bidra til å tilføre produktene økt verdi for konsumentene.

Orklas posisjon i det nordiske markedet anses som den største styrken til bedriften, og velkjente merkenavn gjør at Orkla tjener mye på nettverkseffekter. Det stadig økende kvalitetsnivået til handelens egne merkevarer kan imidlertid vise seg å være en trussel for Orklas markedsandeler på lang sikt. Kundernes forhandlingsmakt vil være avgjørende i fremtiden, ettersom deres inntrykk av handelens egne merkevarer og de tradisjonelle merkevareproduktene vil påvirke markedet.

For å konkludere den strategiske analysen av Orkla kan vi fastslå at bedriften innehar en sterk posisjon i det nordiske markedet, men forhold som kan senke selskapets inntjening i Norden kan være nært foreliggende. På verdensbasis anses ikke Orklas merkenavn som like sterkt som konkurrentene, og strategiske fordeler vurderes til å være mindre.

## 6 Regnskapsanalyse

### 6.1 Introduksjon

Vi skal i dette kapittelet analysere de historiske regnskapstallene til Orkla for å kunne gjøre bedre forutsetninger ved fremtidige estimater senere i oppgaven. Vi vil se på tall fra årsregnskapet til Orkla og lignende selskap innenfor bransjen, for å se hvordan utviklingen har vært de foregående årene. Vi vil justere for unormale poster for å gi et mer riktig bilde av utviklingen. Med dette kan vi finne frem til forskjellige nøkkeltall som gir oss bedre innsikt og forståelse av selskapet. Det er i hovedsak tre sider av en bedrift sin økonomi som kan deles opp i følgende nøkkeltall: lønnsomhet, likviditet og soliditet. Vi har valgt å benytte oss av en periode på fem år. Når vi finner gjennomsnitt av bransjen benytter vi oss av samme selskap som tidligere: Nestlé, Procter & Gamble, Unilever og Mondelez Int.

### 6.2 Historiske regnskapstall

#### Historisk utvikling i resultat

(Tall i MNOK)	2016	2017	2018	2019	2020
Totale inntekter	37 758	39 561	40 837	43 615	47 137
Driftskostnader	32 696	33 932	35 328	37 724	40 631
Avskrivninger	1 146	1 184	1 214	1 743	1 944
<b>Driftsresultat</b>	<b>3 916</b>	<b>4 445</b>	<b>4 295</b>	<b>4 148</b>	<b>4 562</b>
Driftsmargin	10,4 %	11,2 %	10,5 %	9,5 %	9,7 %
Netto finans	1 266	5 203	63	404	786
<b>Resultat før skatt</b>	<b>5 182</b>	<b>9 648</b>	<b>4 358</b>	<b>4 552</b>	<b>5 348</b>
Skatt	807	980	1 004	1 033	926
<b>Resultat</b>	<b>4 375</b>	<b>8 668</b>	<b>3 354</b>	<b>3 519</b>	<b>4 422</b>
Margin	11,6 %	21,9 %	8,2 %	8,1 %	9,4 %

Tabell 6.1 – Historisk årsresultat og marginer

Tabellen over viser regnskapstallene for Orklas resultat de foregående fem år. Omsetningsveksten er relativ høy og øker for hvert år som går. Samtidig som omsetning øker, følger også driftskostnadene jevnt med, noe som fører til at driftsmarginen holder seg ganske stabilt på rundt 10%. Året 2017 skiller seg tydelig ut fra de andre årene hvor resultatmarginen er på 21,9%, noe som er dobbelt så høyt som de neste tre årene. Dette kommer av store finansinntekter som følge av salget av Sapa, og gir et urealistisk bilde på hvordan lønnsomheten til Orkla egentlig er. Sapa-salget utgjorde 4,3 milliarder og resultatmarginen er på 11,1% justert for det unormale året. Resultatmarginen har likevel vært noe mindre de tre

foregående årene, dette fordi Orkla som tidligere nevnt vil fokusere mer på merkevarevirksomheten. Det er også merkevarevirksomheten vi verdsetter og velger dermed å se bort ifra de store utslagene i finanspostene når vi finner frem til lønnsomheten og videre i oppgaven.

### Historisk utvikling i inntekter

(Tall i MNOK)	2016	2017	2018	2019	2020
Salgsinntekter	37 092	39 324	40 629	43 381	46 962
Andre driftsinntekter	666	237	208	234	175
<b>Totale inntekter</b>	<b>37 758</b>	<b>39 561</b>	<b>40 837</b>	<b>43 615</b>	<b>47 137</b>
<b>Økning fra året før</b>	<b>13,7 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>3,2 %</b>	<b>6,8 %</b>	<b>8,1 %</b>

Tabell 6.2 – Historisk utvikling av inntekter

Tabellen over viser en stor økning i inntekt året 2016, deretter fikk selskapet en litt avtakende vekst i 2017, men har greid å opprettholde en jevn oppgang videre de neste årene. Vi ser blant annet at andre driftsinntekter var betraktelig større i 2016, men utgjorde likevel under 2% av den totale inntekten. Andre driftsinntekter består hovedsakelig av investeringene i Hydro Power og sektoren Financial Investments. Etersom andre driftsinntekter har holdt seg stabilt de siste fire årene i tillegg til den lave totalandelen, vil driftsinntekter og salgsinntekter bli slått sammen videre i oppgaven. Gjennomsnittlig økning de fem foregående årene er 7,3% og er høyt for en moden bransje som Orkla. De sammenlignbare selskapene har i snitt en økning på 0% i omsetning over samme tidsperiode, som tyder på at de er i en mer stabil vekstfase.

### Utvikling og sammenligning av driftskostnader

(Tall i MNOK)	2016	2017	2018	2019	2020
Varekostnad	18 712	19 718	20 348	21 696	23 430
Andel av inntekter	49,6 %	49,8 %	49,8 %	49,7 %	49,7 %
Lønnskostnader	7 259	7 567	7 734	8 202	8 971
Andel av inntekter	19,2 %	19,1 %	18,9 %	18,8 %	19,0 %
Andre driftskostnader	6 343	6 457	6 764	6 886	7 300
Andel av inntekter	16,8 %	16,3 %	16,6 %	15,8 %	15,5 %
<b>Driftskostnader før avskrivninger</b>	<b>32 314</b>	<b>33 742</b>	<b>34 846</b>	<b>36 784</b>	<b>39 701</b>
<b>Andel av inntekter</b>	<b>85,6 %</b>	<b>85,3 %</b>	<b>85,3 %</b>	<b>84,3 %</b>	<b>84,2 %</b>
Avskrivninger	1 146	1 184	1 214	1 743	1 944
Andel av inntekter	3,0 %	3,0 %	3,0 %	4,0 %	4,1 %
<b>Driftskostnader</b>	<b>33460</b>	<b>34926</b>	<b>36060</b>	<b>38527</b>	<b>41645</b>
<b>Andel av inntekter</b>	<b>88,6 %</b>	<b>88,3 %</b>	<b>88,3 %</b>	<b>88,3 %</b>	<b>88,3 %</b>

Tabell 6.3 – Historisk utvikling av driftskostnader

Vi kan se at driftskostnadene utvikler seg jevnt i takt med omsetningen. Det gjelder spesielt varekostnadene og lønnskostnadene til selskapet som har tilnærmet null svingninger. Andre driftskostnader har variert noe i forbindelse med reklame og eksterne salgsfrakter, men det utgjør veldig liten forskjell. De største svingningene ligger i avskrivninger hvor de har gått fra 3% til 4% av inntektene. Det at driftskostnadene holder seg så jevnt med inntektene tyder på at det er en moden bransje og er lite påvirket av konjunkturer i markedet.

2020 (tall i %)	Orkla ASA	Nestlé	P & G	Unilever	Mondelez	Gj.sn bransje
Totale inntekter	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Varekost	50 %	51 %	49 %	57 %	61 %	53 %
Salgs & admin kostnader	34 %	30 %	28 %	23 %	11 %	25 %

Tabell 6.4 – Sammenligning av kostnader mot bransjen

Det er en utfordrende oppgave å sammenligne driftskostnadene til de sammenlignbareselskapene innenfor bransjen til Orkla. Alle tallene er hentet fra Reuters.com og Bloomberg.com. Dette kommer av at posteringene i de forskjellige regnskapene er satt opp på ulike metoder som følge av forskjellige regnskapsregler i andre land. Vi ser at andel avskrivninger er jevn i bransjen og det er ikke mye å kommentere på der.

Vi ser på det som rimelig å anta andre bransjens lønnskostnader er plassert i innenfor andre driftskostnader, noe årsrapportene også gir indikasjoner til. Vi samler dermed alle administrative kostnader som følge av salg, distribusjon, markedsføring og lønnskostnader under en og samme post for å sammenligne med bransjen. Vi kan med dette se at Orkla har mye høyere lønnskostnader eller administrative kostnader ellers enn bransjen og det kan argumenteres for at dette kommer som ulemper ved geografisk lokalisering.

De sammenlignbare selskapene operer helt andre land som består av mer lavkost, mens Orkla har sine hovedoperasjoner i Norden. Det kan derfor tenkes at tallene ikke gir et riktig bilde på graden av lønnsomheten til selskapet i disse landene. Det kan derfor trolig tenkes at lønnsomheten mellom selskapene er mer jevn. Likevel er det verdt å merke at de andre selskapene har som fordel å kunne drive produksjon i billigere land.

### 6.3 Lønnsomhet

I denne delen av kapittelet skal vi se gjennom lønnsomheten til selskapet ved å sammenligne

forholdstall med de andre selskapene i bransjen. Dette gir oss muligheten til å sammenligne lønnsomheten over tid og mellom andre selskaper for å gi oss en pekepinn på hva som er gjort bra og hva som kan endres. Vi tar for oss to metoder; egenkapitalrentabiliteten og driftsmarginen. Egenkapitalrentabiliteten er et forholdstall som viser kapitalens avkastning i prosent, og viser hvor effektiv en bedrift er på å produsere profitt til sine aksjeholdere. Driftsmarginen viser forholdet mellom driftsresultatet og totale inntekter og viser hvor mye bedriften tjener på hver krone tjent av salget. En lønnsomhetsanalyse er svært viktig for potensielle investorers vurderingsgrunnlag om hvorvidt de ønsker å investere. Tallene som brukes i beregningene for bransje selskapene er hentet fra finanssidene Reuters.com og Bloomberg.com.

### Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten, videre omtalt som EKR, er et mål på lønnsomheten og viser avkastning på eiernes investerte kapital. I motsetning til total kapitalrentabiliteten ser EKR bort i fra lånefinansierte midler. Det måler lønnsomheten mot fortjenesten selskapet beholder og eventuelt eksterne investeringer. Avkastning er beløpet som er opptjent etter skatt de siste 12 månedene (Damodaran, 2012). Formelen er gitt ved:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Årsresultat}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Formel 6.1 – Egenkapitalrentabiliteten



Figur 6.1 – Historisk egenkapitalrentabilitet for Orkla og bransjen

Vi kan se at et høyt kapitalbehov for bransjen sørger for at bransjesnittet for egenkapitalrentabiliteten er relativt lav. Orkla ligger langt under snittet med 12% EKR i 2020,

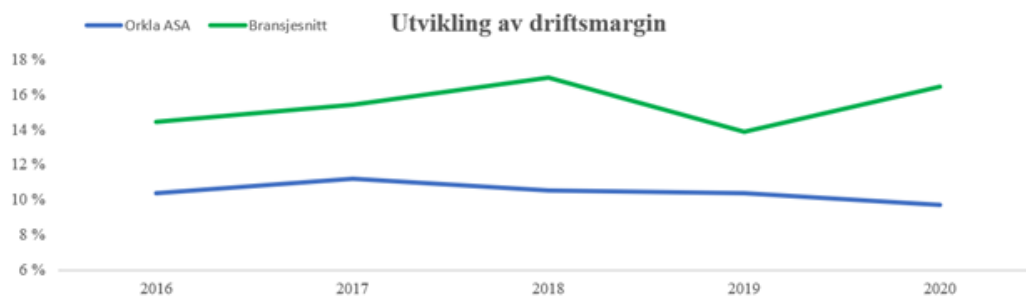
som tilsier at de gir en lavere avkastning til sine eiere. Dette kommer som følge av at Orkla består av en mye høyere egenkapitalandel enn de sammenlignbare selskapene, noe vi kommer tilbake til senere i kapittelet.

## Driftsmargin

Driftsmarginen er et mål på hvor mye inntekt som er igjen etter man har betalt alle de variable kostnader og er gitt ved formelen:

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Totale inntekter}}$$

Formel 6.2 - Driftsmargin



Figur 6.2 – Historisk driftsmargin for Orkla og bransjen

I tabellen ovenfor kan vi se at Orkla har en betraktelig lavere driftsmargin enn gjennomsnittet for bransjen alle årene. Det vil si at de tjener mindre per krone av salget deres enn de sammenlignbare selskapene. Orkla har ikke de samme unike ressursene i forhold til konkurrentene, og dette kan komme av at de har betraktelig høyere kostnader enn konkurrentene, spesielt innenfor lønn- og administrasjonspostene som vi gikk gjennom tidligere i kapittelet. Det blir vanskelig å sammenligne lønnsomheten nøyaktig da bransjens marginer beregnes på globalt nivå og kan ha helt andre kostnadsnivåer og reguleringer. Det kan argumenteres for at driftsmarginen vil gå mot bransjesnittet i det lange løp, da det i flere tilfeller er vanlig. Likevel ser vi på dette som rimelig siden konkurrentene holder til i andre geografiske områder, og ser på det som mer rimelig at driftsmarginen vil kunne synke noe i fremtiden når selskapet nærmer seg stabil vekst. Det kommer som følge av trusselen blant substitutter til dagligvarehandelen, hvor lavprismarker begynner å bli bedre på kvalitet. Dette gjør at Orkla vil måtte bruke ressurser på å opprettholde en markedsposisjon gjennom investeringer og markedsføring.



## 6.4 Risikoanalyse

I dette kapittelet vil vi foreta en risikoanalyse av selskapet for å få innsikt i hvilke risikoer de står ovenfor, og hvilke konsekvenser dette kan få for dem. Før å forstå dette på best mulig måte har vi valgt å foreta en likviditets- og soliditetsanalyse av Orkla. Likviditetsanalysen sier noe om betalingsevnen til bedriften og hvilke evner selskapet har til å dekke løpende utgifter. Soliditetsanalyse forteller oss hvordan finansieringsstrukturen vil påvirke bedriften

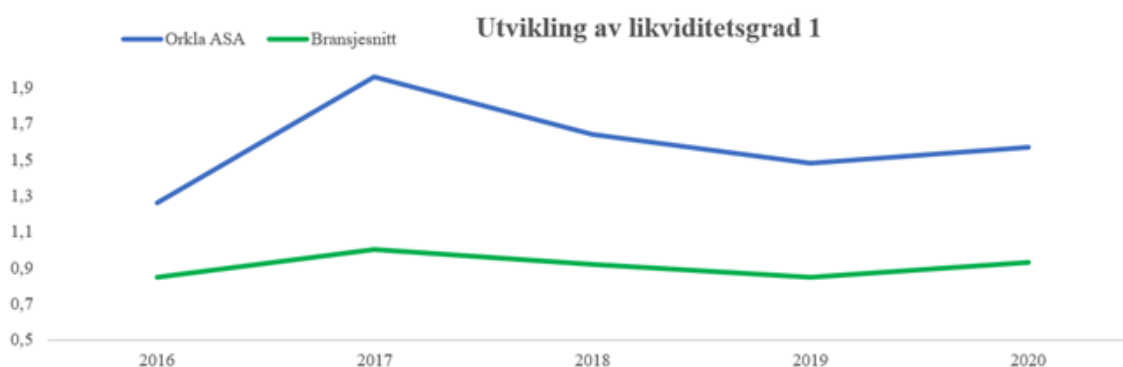
### Likviditet

Likviditet måler bedriftens evne til å betale tilbake kortsiktige lån. Det finnes flere måter å regne likvidtetsgrad og vi har valgt å benytte oss av likvidtetsgrad 1 da den ikke har like strenge krav som 2 og 3. Formelen er gitt ved:

$$\text{Likvidtetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler} + \text{Ubenyttet kassakreditt}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

*Formel 6.3 – Likviditetsgrad 1*

Likvidtetsgrad 1 forteller oss hvor mye frie omløpsmidler inkludert ubenyttet kassakreditt selskapet har til å betale den kortsiktige gjelden. Hvor stor likviditetsgraden bør være vil variere og en måte å bestemme det på er ved en tommelfingerregel på minst 2 (Damodaran, 2012). Det kan derimot være lurt å ikke alltid bruke tommelfingerregler og vi benytter oss heller av en sammenligning av selskapene innenfor bransjen.



*Figur 6.3 – Historisk likviditetsgrad 1 for Orkla og bransjen*

Vi ser av tabellen over at Orkla har betydelig større likviditetsgrad enn de sammenlignbare selskapene. Dette viser oss at Orkla er et selskap som består av mye mer likvide midler og har

bedre mulighet til å betale kortsiktig gjeld. Dette skyldes hovedsakelig posten kundefordringer som er på tilsvarende sum som varelageret. Orkla skiller seg her ut fra bransjen, hvor det ellers er vanlig med lite kundefordringer og høy leverandørgjeld.

## Soliditet

Soliditeten i et selskap forteller noe om evnen et selskap har til å tåle tap over en lenger periode. Soliditeten til et selskap avhenger av gjelden og egenkapitalen, samt hvilke muligheter selskapet har til å ta av egenkapitalen når det kommer dårlige perioder. Vi bruker formelen egenkapitalandelen som tar for seg den bokførte egenkapitalen i forhold til totalkapitalen.

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

*Formel 6.4 – Egenkapitalandel*

Egenkapitalandelen sier også noe om gjeldsgraden til selskapet ettersom finansieringsstrukturen består av gjeld og egenkapital. Dersom et selskap har en egenkapitalandel på 50% har de også en gjeldsgrad på 1. Hvor stor andel egenkapital som er bra å ha varierer fra bransje til bransje, men også hvordan de påvirkes av konjunkturer i markedet. Orkla er et selskap som ikke blir særlig påvirket av opp og nedgangskonjunkturer ellers i markedet ettersom alle er nødt til å kjøpe råvarer og dagligvarer uavhengig av samfunnets økonomiske situasjon.



*Figur 6.4 – Historisk egenkapitalandel for Orkla og bransjen*

Grafen over viser at Orkla har hatt en stabil egenkapitalandel gjennom de siste årene og ligger nå på 60%. Orkla skiller seg ut fra de andre selskapene med en relativt høyere egenkapitalandel, og dette tyder på at selskapet har bedre evne til å tåle tap i vanskelige tider.

Bransjen har også hatt en relativt stabil egenkapitalandel gjennom hele analyseperioden noe som kan tyde på at bransjen er i en moden fase. Orkla har selv uttalt at de jobber mot å ha en sterk egenkapitalandel for å kunne styrke sin strategi ved å ha solid finansiell stilling (Orkla, 2021).

## 6.5 Oppsummering regnskapsanalyse

Det er tydelig at Orkla skiller seg ut fra resten av bransjen når det kommer til lønnsomhet og risiko. Selv om Orkla er et modent selskap, er konkurrentene betraktelig større og har kommet i en mer stabil fase. De sammenlignbare selskapene operer også i forskjellige geografiske områder og blir derfor ikke nødvendigvis sammenlignbare på operasjoner i Norden. Likevel er tydelig at Orkla har en sterk finansiell posisjon med god evne til å tåle tap og gjøre opp for betalinger.

## 7 Fremtidsprognoser

I dette kapitlet skal vi sette rammeverket for prognostisering av fremtidige kontantstrømmer som skal brukes i DCF-modellen. Vi analyserer fremtidig vekst ved hjelp av funn i de tidligere kapitlene og kommer frem til estimater. Videre skal vi fastsette en rimelig budsjettthorisont for den eksplisitte perioden og til slutt komme frem til den konstant vekst i den implisitte perioden etter siste år.

### 7.1 Tidshorisont

Det er flere faktorer som spiller inn når man skal fastsette tidshorisonten på budsjettperioden. Det er blant annet avgjørende å finne ut hvor selskapet er i livssyklusen, og om den er i en stabil fase da man ønsker å finne ut når selskapet kommer til å ha en konstant vekst fremover for å kunne regne ut veksten i evig tid. Desto nærmere selskapet er i en stabil fase, jo kortere tidshorisont er det behov for. Orkla er modent selskap med svært diversifisert produktportefølje i en stabil bransje, men man ser likevel at det fortsatt er noe rom for vekst gjennom ekspansjon. Vi benytter oss derfor av en eksplisitt periode på 5 år før Orkla oppnår en steady state og vi benytter oss av en terminalverdi i det siste året.

### 7.2 Inntekter

En analyse av driftsinntektene til et selskap er svært viktig for å beregne et selskaps verdi i fremtiden. Dette er den primære driveren for verdiskapning da kundene og salg er det som skaper verdi, og vil ha størst effekt på fremtidige kontantstrømmer. For å finne frem til de fremtidige estimerte inntektene tar vi i bruk historiske regnskapstall og andre funn fra den strategiske analysen. Det kom frem i forrige kapittel at Orkla har hatt jevn økning i driftsinntekter de siste årene med en gjennomsnittlig vekst på 7%. Sammenlignet med resten av bransjen er dette veldig bra, hvorav snittet ligger på 0,2% økning i året. De sammenlignbare selskapene er forholdsvis mye større og forventes å allerede være i en steady state. Estimering av de fremtidige inntektene byr på noen utfordringer for Orkla. Blant annet består selskapet av flere store segmenter hvor omløp og marginer er forskjellige innenfor de ulike kategoriene. For simpelhetens skyld har vi basert tall og estimater på inntektene til selskapet som en helhet ved gjennomsnittlig vekting og gjort analyser innenfor de forskjellige segmentene.

Det meste av inntektene kommer av merkevarer hvorav 60% kommer fra dagligvarehandel,

noe vi vil fokusere mest på ved beregning av fremtidige inntekter. Befolkningsveksten i Norden antas å ha en god økning de neste årene noe som er viktig for å øke inntektene. Orkla har også sikret seg en stabil posisjon innenfor forbrukertrendene rundt bærekraftige og vegetarianske varer. Dette sammen med økt fokus på ekspansjon og investering av blant annet økt kompetanse regner vi med at Orkla vi kunne fortsette en med økning av inntekt de neste årene. Likevel forventes det å avta noe, på grunn av den økte konkurransen som følge av dagligvarens egne merkevarer og den interne rivaliseringen. Vi velger derfor å benytte oss av en årlig vekst i inntekt på 5% under den eksplisitte perioden.

### 7.3 Kostnader

Orkla er et selskap med høye driftskostnader og vi så fra forrige kapittel at driftskostnadene har utgjort 86-87% av inntektene de foregående fem åren. Kostnadene har økt jevnt med inntektene, noe som er normalt for en aktør i en moden bransje som Orkla. Varekostnad er den posten med de klart største utgiftene i regnskapet og utgjør ca. 50% av driftskostnadene. Dette er kostnader som er knyttet direkte til blant annet råvarer, emballasje og handelsvarer. Den største kategorien blant varekostnader er emballasje, og denne kategorien har vært størst i alle de fem siste årene. Det forventes at denne kategorien vil fortsette å øke i takt med inntektene på bakgrunn av Orklas fokus på bli mer bærekraftig og miljøvennlig. De vil forhindre plastforurensning og oppnå effektiv ressursutnyttelse ved å bidra til sirkulære verdikjeder for emballasjematerialer (Orkla, 2021). Disse kostnadene anses som nødvendige for å tilfredsstille forventninger til forbrukere og ses dermed på en god investering. De andre driftskostnadene knyttet til lønns og administrative kostnader utgjør prosentvis lik andel av inntektene gjennom årene og forventes å fortsette med dette i den eksplisitte perioden. På bakgrunn av at det er forventet økt konkurranse fra EMV i fremtiden velger vi å sette andre driftskostnader opp fra 15,5% til 17% det siste året i den eksplisitte perioden. Da det forventes å kunne komme kostnader knyttet til blant annet markedsføring for å opprettholde markedsandeler.

En svekket norsk krone i forhold til euroen har også vært med på å øke kostnadene. Sammenlignet med 2019 var den norske kronen -8,8% mot euroen (Norges-bank valutakurs, 2021) Dette er naturligvis med og påvirke inntektene. Den norske kronen kom 31.03.21 tilbake til sitt sterkeste siden 24.01.20 og om man tar importveid kursindeks i betraktning er den tilbake på samme nivå siden september i 2019 (Nettavisen, 2021) . Kronen var også på

denne tiden det svakeste på mange år, men vi antar likevel at euroen vil holde seg stabilt på samme nivå like under 10 kroner i de kommende år. Vi vil derfor ikke gjøre noe endring i estimatene som følge av spekulasjoner på kronkurs.

## Avskrivninger

(Tall i MNOK)	2016	2017	2018	2019	2020
Avskrivninger	1146	1184	1214	1743	1944
Andel av inntekt	3,0 %	3,0 %	3,0 %	4,0 %	4,1 %

Tabell 7.1 – Historisk utvikling av avskrivninger

Avskrivningene i selskapet lå på 3% av inntektene i 2016-2018 og økte til 4% av inntektene 2019 og 2020. Økningene de to siste årene er knyttet til et høyere nivå av investering i tidligere perioder, i forbindelse med blant annet nye bærekraftige mål. Det kommer også frem i årsrapporten fra 2020 at de nye ERP systemene ble avskrevet med 440 millioner i forbindelse med en uforventet re-planlegging som følge av covid-19 (Orkla 2020). ERP systemene kommer ikke til å bli mye like avskrevet de neste årene. I tillegg har valutaomregningseffekter vært med på å påvirke avskrivningene da den norske kronen har vært veldig svak det siste året. Orkla har også investert mye i segmentet Food Ingredients, og pizzakjeden Grandiosa på Stranda de siste årene.

Som vi kommer tilbake til forventer vi at Orkla vil fortsette med investeringer i anleggsmidler for å holde seg i takt med trenden i markedet tiden fremover, og vil derfor fortsette å holde seg på 4% av inntektene i den eksplisitte perioden. I den stabile vekstperioden vil det være mindre behov for investeringer og dermed vil også avskrivningene korreleres med dette i tiden som kommer da de kun er en periodisering av investeringene. Nedskrivningskostnadene har ligget på tilnærmet null siden 2016 og vi forventer at det vil fortsette med det de kommende årene.

	2016	2017	2018	2019	2020
Avskrivninger	1146	1184	1214	1743	1944
Avskrivninger justert for hydro/consumer/food	921	963	945	1173	1299
Prosentandel av inntekt	2,4 %	2,4 %	2,3 %	2,7 %	2,8 %

Tabell 7.2 – Historisk utvikling av justerte avskrivninger

## 7.4 Investeringer

I dette delkapittelet skal vi estimere de fremtidige investeringene til Orkla, dette må gjøres for å kunne finne frem til fri kontantstrøm av selskapet. Investeringene har vært høyere enn avskrivningene, noe som er greit, men ikke bør overholdes i for lang tid. Orkla har store investeringer i nye varige driftsmidler og satsing på bærekraft, og vil fortsette med dette i årene som kommer. Selskapet er i en fase hvor de vil vokse via ekspansjon, og da krever det investeringer i nye anleggsmidler og nye geografiske områder. I 2020 var hoveddelen av ekspansjonskostnaden knyttet til investeringsprogrammet i forbindelse med Grandiosa som holder til i Stranda kommune, samt økning av plantebaserte produkter som følge av den bærekraftige strategien (Orkla, 2021).

Posten til investeringer av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler har som følge av dette økt jevnlig de siste årene. Ekspansjonsinvesteringene har spesielt økt veldig mye fra 2017 til 2018 med 150%. I 2020 var det noe nedgang, fra 630 til 480 millioner, og ut ifra de store målene tyder mye på at de ikke vil synke ytterligere. I 2019 ble det implementert et nytt lovverk, IFRS 16 (Orkla, 2021)(note 21) som gjorde at alle uvesentlige leieforpliktelser skal balanseføres som rentebærendegjeld. Dette førte til at totale investeringer sank som følge av leieavtaler på grunn av oppkjøpet a Kotipizza i 2019, da de driver mye med leie av restaurantvirksomhet. Posten har derimot sunket mye i 2020 og vi forventer at den ligger på 150 millioner under den eksplisitte perioden. Man finner også endring av leverandørgjeldsinvesteringer og salg av driftsmidler. Dette er poster som har utgjort veldig lite og er ikke noe Orkla har som fokus, og vi velger dermed å utelate disse.

Investeringsaktiviteter	2016	2017	2018	2019	2020
Netto fornyelsesinvesteringer	1204	1381	1763	2287	2331
Salg driftsmidler	282	142	38	54	80
Ekspansjonsinvesteringer	163	206	531	631	479
(-)Investering leieavtaler				450	283
<b>Investeringer</b>	<b>1649</b>	<b>1729</b>	<b>2332</b>	<b>2522</b>	<b>2607</b>
Prosentandel av inntekter	4,4 %	4,4 %	5,7 %	5,8 %	5,5 %

Tabell 7.3 – Historisk utvikling av investeringer

(Tall i MNOK)	2018	2019	2020
<b>Justerte Investeringer</b>	<b>2427</b>	<b>2928</b>	<b>2943</b>
<b>Andel av inntekt</b>	<b>5,9 %</b>	<b>6,7 %</b>	<b>6,2 %</b>

Tabell 7.4 – Historisk utvikling av justerte investeringer

Når vi justerer for leievirksomheten, ekspansjonsinvesteringer de siste tre årene og netto fornyelsesinvesteringer, kommer vi frem til en gjennomsnittlig investeringsandel på 6,3% av totale inntekter og velger å benytte denne satsen når vi videre skal finne frem til fri kontantstrøm.

Orkla har hovedfokus på merkevarevirksomheten og det er her strategien og kjernevirksomheten ligger. Selskapet har likevel en egen avdeling «Industrial & Financial Investments» som står for ca. 4% av driftsinntektene. Under denne avdelingen er det hovedsakelig investeringer i selskaper som Jotun, Hydro Power, Orkla eiendom og Orkla Ventures. Ettersom disse investeringene ikke har stor påvirkning på merkevarevirksomheten, er de driftsfremmede og vil i liten grad påvirke den øvrige driften i selskapet. Det er likevel viktig å ta investeringene i betraktning for verdsettelsen da de utgjør store verdier i balanseregnskapet til Orkla.

## 7.5 Arbeidskapital

Vi skal nå finne arbeidskapitalen til Orkla, som gjøres ved å trekke kortsiktig, ikke rentebærende gjeld fra omløpsmidlene. Det er viktig å trekke fra all rentebærende gjeld i perioden for den kortsiktige gjelden. Dette gjøres for å unngå dobbel belastning av gjelden for å verdsette riktig. Den rentebærende gjelden vil bli tatt med ved beregning av verdien til selskap etter diskontering, og det vil derfor ikke være passende å telle den to ganger (Damodaran, 2012).

Arbeidskapitalen sier mye om hvordan driften går ettersom det inngår blant annet kundefordringer og varelager, for så å trekke leverandørgjelden. Det er derfor rimelig å se hvor stor arbeidskapitalen er i prosentvis i forhold til driftsinntektene i et selskap som dette.

(Tall i MNOK)	2018	2019	2020
Sum omløpsmidler	14802	14673	17031
Sum kortsiktig gjeld	8573	9115	10209
<b>Arbeidskapital</b>	<b>6229</b>	<b>5558</b>	<b>6822</b>
<b>Andel av inntekt</b>	<b>15,3 %</b>	<b>12,7 %</b>	<b>14,5 %</b>

Tabell 7.5 - Historisk utvikling av arbeidskapital



Arbeidskapitalen har holdt seg relativ stabil og har i gjennomsnitt ligget på 14,2 prosent av driftsinntektene de siste tre årene. Vi forventer at arbeidskapitalen vil ligge på det samme de kommende årene.

Tall i MNOK	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Arbeidskapital	7007	7357	7725	8111	8517
Endring arbeidskapital	185	350	368	386	406

Tabell 7.6 – Endring av arbeidskapital i den eksplisitte perioden

Det første året 2021 skiller seg ut og det kan forklares med den store økningen i inntekter i 2020 i forhold til hva vi har prognostisert for de kommende årene.

## 7.6 Skatt

For utregning av fri kontantstrøm til totalkapitalen må vi også beregne skatt på driftsresultatet. Den effektive skatten vil avvike noe fra den nominelle på grunn av diverse regnskapsprinsipper. Dette vil derfor være vanskelig å beregne, og vi tar ikke det med i estimatene fremover. Selskapskatten i Norge har de siste årene blitt mye redusert, men har siden 2019 ligget stabilt på 22% (Regjeringen skattesatser, 2020). Skattesatsen kan endre seg noe de kommende årene, hvor det blant annet har blitt foreslått en utredning på 20%. En endring i skattesatsen vil kunne påvirke verdsettelsen på flere måter. Det gir blant annet en positiv effekt på kontantstrøm dersom skattesatsen synker gjennom økt netto driftsresultat. Avkastningskravet vil imidlertid også øke dersom en det blir en nedgang i skattesatsen. Netto effekt vil forholdsvis være mye større på kontantstrømmen gjennom driftsresultat enn hva den vil utgjøre med avkastningskravet, og man vil dermed naturligvis ønske en lavere skattesats.

Orkla operer derimot i mange flere land enn bare Norge og må derfor ta dette i betraktning når man regner ut samlet skatt. Ettersom de fleste landene er nordiske og europeiske, vil ikke skattesatsen variere mye fra den norske. Samlet sett bidro andre skattesatser til en netto reduksjon i skatt som utgjorde 48 millioner. Justert skatt for regnskapsåret 2020 var på 21,3% mot 24,2 i 2019 (Orkla, 2021)(note 16). Dette kom hovedsakelig av lavere skatter på grunn av grunnrenteskatten knyttet til vannkraft. Ettersom det er veldig mange variabler som må tas hensyn til for å utregne korrigert skattesats ser vi det på som rimelig å benytte den

nåværende marginale skattesatsen på 22% som et estimat for fremtidige estimater. Dette til tross for at den kan synke, da det kan være lurt å være på den konservative siden.

## 7.7 Terminalvekst

Ettersom kontantstrømmer ikke kan beregnes i evig tid benytter vi oss av en terminalverdi i det siste året. Det er en umulig å oppgave å beregne veksten til et selskap i all fremtid.

Ettersom veksten skal representere en evig vekst er det viktig at vekstraten ikke overstige veksten i økonomien da dette implisitt vil gjøre selskapet større enn økonomien (Damodaran, 2012).

$$\text{Terminalverdi} = \frac{CF_t \times (1 + g)}{r - g}$$

*Formel 7.1 – Terminalverdi*

Det internasjonale valutafondet anslår at den globale BNP-veksten vil ligge på 3,4% 2021 (IMF, 2021). På en mer langsiktig basis er det også estimert at den globale veksten vil ligge på en gjennomsnittlig årlig vekst på 3,4% frem til 2060 (OECD, u.d.). For beregning av Orkla vil vi legge oss på en vekst på 2% for å være sikre på å ikke overstige veksten i verdensøkonomien.

## 8 Avkastningskrav

### 8.1 Kapitalverdimodellen – CAPM

Videre i verdsettelsen skal vi finne avkastningskravet til selskapet. Dette er nødvendig for å kunne finne nåverdien av kontantstrømmene. Avkastningskravet vil også fungere som en målestokk for investorer og andre interessenter på hvor mye de får igjen på investeringen sin, istedenfor å plassere pengene andre steder. Vi ønsker å komme frem til et risikojustert avkastningskrav på total kapitalen, der egenkapital, gjeld og skatt blir tatt i betraktning. For å komme frem til den må vi først regne ut egenkapitalavkastningen ved hjelp kapitalverdimodellen.

#### 8.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er grunnlaget for beregning av avkastningskravet. Den vil alltid ligge i bunn og påvirke alle andre ledd. Dette kommer av at en investor alltid har muligheten til å heller plassere pengene i den risikofrie renten og det er dermed viktig at avkastningskravet overstiger satsen til den risikofrie renten. Det er vanlig å benytte statsobligasjoner som risikofri rente, da dette er blant det nærmeste du kommer risikofritt. Selv om Orkla får inntekter fra forskjellige geografiske områder, er den nominelle kontantstrømmen estimert og rapportert i norske kroner. Det er derfor anbefalt at den risikofrie renten er av norske statsobligasjoner (Damodaran, 2012). Renten til obligasjonen varierer med lengden og utredes av Norges Bank. For et modent selskap som Orkla forventes det en lenger levetid enn 10 år og det er en vanlig tidshorisont å benytte. Den 30.12.2020 ligger den daglige noteringen av 10-årig statsobligasjoner på 0,96 prosent. (Norges-Bank Statsobligasjoner, 2021)

År	2016	2017	2018	2019	2020
<b>10 år</b>	1,33 %	1,64 %	1,88 %	1,49 %	<b>0,82 %</b>
<b>5 år</b>	0,84 %	1,07 %	1,44 %	1,28 %	0,56 %
<b>3 år</b>	0,61 %	0,77 %	1,15 %	1,23 %	0,44 %

Tabell 8.1 – Årlig gjennomsnitt av statsobligasjoner

Tabellen ovenfor viser gjennomsnittlig rente for statsobligasjoner for de fem foregående årene. Vi ser at den renten har vært noe variert, uten store svingninger frem til 2020, hvor den gikk fra 1,49 til 0,82% (Norges-Bank, 2021). Dette er det laveste den har vært på flere tiår

og er grunnet den historisk lave styringsrenten på 0% siden 22.05.2020 som følge av covid-19. Vi ønsker finne risikoen knyttet til fremtidige kontantstrømmer og dermed også den fremtidige risikofri renten. Vi mener at satsen for 2020 ikke er representativ for fremtiden ettersom Norges Bank blant annet var på vei til å øke renten før pandemien inntraff, og vil mest sannsynlig fortsette med dette når økonomien i landet stabiliserer seg igjen. Det er vanskelig å estimere hva den risikofrie renten bør være på et evighetsperspektiv, men vi velger å sette den opp fra dagens nivå. I forbindelse med undersøkelse fra PwC av markedsrisikopremien kommer det frem at medianen blant finansanalytikernes estimat på risikofri rente er 2,5% (PwC, 2020) På grunn av den usikre fremtiden vi har foran oss velger vi heller benytte dette estimatet på 2,5 prosent for videre beregning av egenkapitalkostnaden.

### 8.1.2 Beta

Beta er et mål på risiko og sier noe om svingningsforholdet til aksjen og markedet. Markedet er i dette tilfellet gjennomsnittet av alle aksjer, med en beta på 1. Dersom Orkla har en beta under 1 vil det være mindre risikofyllt, men også gi lavere avkastning. Det er i hovedsak to metoder vi kan ta for oss når vi skal finne betaen og den første metoden er gjennom historisk tallanalyse ved regresjon. Den andre metoden er den fundamentale metoden kalt bottom up beta hvor man sammenligner selskapet med andre bedrifter fra bransjen og tar et gjennomsnitt av bransjen beta med hensyn på finansieringsstrukturen ved å avregne gjeldsgraden og skattesatsen til bransjesnittet. Deretter benytter man bransjebetaen uten gjeld og legger til Orkla sin gjeld og skattesats.

Når man benytter seg av en regresjonsanalyse, finner man historiske aksjepriser for Orkla og markedet. For videre å finne hvor mye avkastning de har i forhold til hverandre kan man fordele kovariansen av både aksjer og markedet på variansen av markedet. Beta er et usikkert tall og kan variere mye ut ifra hvilke tidsintervaller man benytter seg av, enten det er dager, uker, måneder eller år. Selskapet kan ikke observeres direkte og betaen må derfor estimeres gjennom regresjon og videre forbedres ved å for eksempel sammenligne med bransjebetaer. Ettersom Orkla er et internasjonalt selskap, ser vi på det som nyttig å sammenligne med MSCI verdens indeks i tillegg til OSEBX indeksen. Den norske indeksen er svært preget av oljeprisene og derfor ikke fullt like relevant for et selskap som Orkla.

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

Formel 8.1 – Beta ved regresjon

I analysen benytter vi oss av daglige observasjoner over fem år. Fordelen med å ha en så lang serielengde på fem år er at man får se samvariasjonen mellom selskapet og markedet i både opp og nedgangstider.

Regresjonsstatistikk	
Multiple R	0,4014628
R Square	0,1611723
Adjusted R Square	0,1605045
Standard Error	0,0140334
Observations	1258

	Koeffesient	St.feil	t stat	p-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%
Skjæringspunkt	0,0001992	0,0004	0,503082409	0,6149945	-0,00057749	0,000975802
Avkastning	<b>0,509016</b>	0,03277	15,53472998	6,508E-50	0,44473325	0,573298773

Tabell 8.2 – Regresjonsanalyse av Orkla og MSCI World i excel

Vi kan se at selskapet har en beta på 0,51 når vi sammenligner med verdensindeksen. Ut ifra R kvadrat ser vi at bare 16% av variasjonen av Orkla sin aksjepris kan forklares gjennom variasjonen til verdensindeksen. Dette er ikke unaturlig når man sammenligner med så stor indeks som består av flere sektorer påvirket av mye mer enn bare merkevareselskap. En regresjonsanalyse av Orkla mot OSEBX kom frem til en betaverdi på 0,49 noe som er med på å styrke betaen på 0,51

### Fundamental beta

Ovenfor nevnte vi at det er lurt å forsterke den estimerte betaen ved å sammenligne med andre lignende selskap innenfor bransjen. Selskaper innenfor samme sektor står ofte overfor de samme risikoutsiktene, og er derfor bra å sammenligne med. Selskaper har derimot sjelden samme finansieringsstruktur som påvirker betaen i stor grad og denne gjeldsfaktoren må justeres ut. Vi sammenligner med samme selskap som tidligere i oppgaven; Nestle, Procter & Gamble, Unilever og Mondelez Int. Metoden vi bruker er kalt «bottom up» beta, hvor vi først

finder unlevered beta ved å ta bransjegjennomsnitt på beta og gjennomsnitt på gjeldsgrad. Betaen for alle selskapene er funnet ved å bruke en 5-års periode med daglige observasjoner.

Selskap	Beta inkl. Gjeld	Gjeldsgrad	Skatteprosent
Orkla	0,51	0,67	21,3 %
Nestlé	0,21	0,63	26,0 %
Procter & Gamble	0,43	0,62	17,3 %
Unilever	0,12	0,39	24,6 %
Mondelez Int	0,66	0,3	18,1 %
<b>Snitt</b>	<b>0,39</b>	<b>0,52</b>	<b>21,5 %</b>

<b>Unlevered Beta</b>	<b>0,27</b>
<b>Levered Beta Orkla</b>	<b>0,42</b>

Tabell 8.3 – Beregning av bottom up beta

Bransjen gjennomsnitt gir en unlevered beta på 0,27. Dette er hva beta hadde vært i bransjen dersom ingen av selskapene hadde hatt gjeld. Videre setter vi sammen denne betaen med Orkla sin gjeldsgrad på 0,67 og skattesats på 21,3% og får en levered beta på 0,42. Denne betaværdien er lavere enn hva vi kom frem til gjennom regresjonsanalysen.

Ettersom tallene vi brukte til bottom up betaen er hentet fra andre sine utregninger velger vi heller å benytte oss av regresjonsbetaen på 0,51. Det er også fornuftig å tro at selskapet vil gå inn i en stabil vekstfase og vil dermed nærme seg markedsbeta på 1. Vi velger derfor på bakgrunn av modenheten til Orkla å benytte oss av justert bloomberg beta. Denne metoden bygger på teorien om at alle selskaper til slutt ender opp en stabil vekstfase og derfor vil nærme seg markedsbetaen (Damodaran, 2011, s187). Med denne justeringen ender Orkla sin beta på 0,67

$$\frac{2}{3} \times 0,51 + \frac{1}{3} = 0,67$$

### 8.1.3 Markeds risikopremie

Markedets risikopremie er meravkastningen investorer forventer å få ved å plassere penger i markedsporteføljen istedenfor en risikofri investering. Det finnes flere metoder for å komme frem til markedets risikopremie, blant annet ved historisk risikopremie, implisitt premie eller

spørreundersøkelser. Den historiske premien finner man ved å analysere historisk avkastning på markedet for så sammenligne denne med risikofri rente for tilsvarende perioder. Implisitt premie metode går ut på å finne frem et estimat på fremtidig risikopremie ved å bruke en vekstmodell som skal forsvare dagens børsnivå. Til slutt er spørreundersøkelsen en metode hvor mange spør markedsaktører om hvilke forventinger de har til avkastning i markedet. Alle metodene har sine fordeler og ulemper og vil kunne gi forskjellige satser.

Det har vært vanlig å bruke en risikopremie på rundt 5%. I tillegg har PwC gjort omfattende undersøkelser hvor de for 10. år på rad har kommet frem til en risikopremie på 5% (PwC, 2020). Undersøkelsen er blant annet blitt svart på av 151 analyttere som er med i Norsk Finansanalytikerforening (NFF). Flere av respondentene i denne undersøkelsen har også benyttet seg av en 10-årig statsobligasjon som den risikofrie renten noe som passer godt med vår verdsettelse.

#### 8.1.4 Oppsummering – avkastningskravet på egenkapitalen

Avkastningskrav på egenkapitalen	
Risikofri rente	2,5 %
Beta	0,67
Markedsrisikopremie	5 %
<b>CAPM</b>	<b>5,87 %</b>

Tabell 8.4 – Avkastningskrav til egenkapitalen

Ved hjelp av komponentene vi akkurat har gått gjennom kan vi konkludere med at avkastningskravet på egenkapitalen er på 5,87 ved å bruke kapitalverdimodellen. Dette avkastningskravet vil bli brukt for videre beregning for avkastningskravet til total kapitalen.

$$2,5\% + 0,67 \times 5\% = 5,87\%$$

## 8.2 WACC – Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad

WACC er metoden man bruker for å finne den gjennomsnittlige kapitalkostnaden. Dette finner man ved å ta hensyn til egenkapital og gjeldsfinansieringen i selskapet.

Avkastningskravet er en markedsbasert vektning av både egenkapitalkrav og netto gjeldskrav (Damodaran, 2012). Formelen vekter avkastningskravet av egenkapitalen som vi allerede har funnet og avkastningskravet til gjeldsgraden. Dette gjør det mulig å vurdere forskjellige selskap uavhengig av hvilken finansieringsstruktur de har.

### 8.2.1 Gjeldskostnad

Gjeldskostnad er den renten et selskap betaler til långiverne for lånet. Gjeldskostnaden er en viktig faktor for å finne frem avkastningskravet til totalkapitalen. Det er tre viktige aspekter som inngår i gjeldskostnaden, og det er den risikofrie renten, skattesats og risiko for mislighold. Den risikofrie renten er den laveste renten noen er villig til å gi på et lån, dermed vil renten øke dersom den risiko fri renten øker. Alle selskap innebærer også mer risiko enn den risikofrie renten, alt ettersom hvor solid bedriften er, og det vil derfor være en sannsynlighet for at forpliktelsen til å betale kan bli misligholdt. Skatten er med på å redusere gjeldskostnaden ettersom kostnaden på gjeld kan gi skattefradrag.

#### **Syntetisk rating**

Vi har allerede gjort rede for den risikofrie renten og kommet frem til en sats på 2,5%. Videre må vi finne frem til et kredittpåslag vi kan legge til den risikofrie renten som vil utgjøre gjeldskostnaden. En metode for å finne frem til dette er å finne den såkalt syntetiske ratingen som er gitt av diverse ratingbyråer. Dersom et selskap har lav sannsynlighet for mislighold, vil de bli belønnet med høy rating, og motsatt om de har høy sannsynlighet for mislighold. Orkla har ingen offisiell rating fra de største ratingbyråene som Moody's og Standard & Poor's. Det norske ratingbyrået Forvalt.no har derimot gjort en vurdering og gitt dem en score på A3 basert på tall fra 2019 regnskapet (Proff forvalt, 2020). A3 tilsier at selskapet har lav sannsynlighet for konkurs og mislighold. Det tilsvarer en A fra S&P og gir et kredittpåslag på 1,8% (Damodaran, 2012). Med dette kan vi komme frem til en samlet gjeldsgrad, med 2,5% risikofri rente og 1,8% kredittpåslag som gir en samlet sats på 4,3%.

### 8.2.2 Skatt

Videre må vi estimere skatt for å finne frem til totalavkastningen. Dette kommer av at renter gir skattefradrag og dermed reduserer skattepliktig inntekt for selskapet. Vi velger her å bruke den marginale skattesatsen. Vi bruker ikke den effektive skattesatsen, ettersom en effektiv må ta mange antagelser som er vanskelig å oppfylle i praksis. Ettersom Orkla operer i flere land, må de skatte i henhold til de geografiske skattesatsene og det må vektes inn i den marginale skatten. Justert skatt for Orkla ligger som tidligere nevnt på 21,3%, men vi velger å benytte oss av skattesatsen på 22% for å være på den konservative siden.



### 8.2.3 Kapitalstruktur – vekting egenkapital og gjeld

Kapitalstruktur er et selskaps sammensetning av gjeld og egenkapital og hvordan det brukes til å finansiere investeringen og vekst fremover. Forholdet mellom opptjent egenkapital, innskutt egenkapital og virksomhetens gjeld kommer frem i balanseregnskapet. Samlet sett reflekterer dette alle eiendelene i selskapet og utgjør totalkapitalen.

Man kan finne kapitalstrukturen i årsrapporten til Orkla, men vi velger heller å regne det ut manuelt for å inkludere dagens forhold da det kan avvike. Vi veker estimat på gjeld og egenkapital fra virkelig markedsverdi ettersom verdsettelsen av egenkapitalen baserer seg på fremtidige kontantstrømmer. For å finne virkelig verdi på egenkapitalen multipliserer vi antall utestående aksjer med aksjekursen per 31.12.2020. Prisen var på dette tidspunktet 87,00 med total 1.001,430 millioner utestående aksjer. Markedsverdien til egenkapital blir da:

$$\text{Markedsverdi egenkapital} = 87 \times 1.001 = 87.124$$

Videre finner vi den rentebærende gjelden i selskapet da det blir misvisende å beregne gjeldskostnad etter skatt på ikke-rentebærende gjeld. Vi benytter oss av den bokførte rentebærende gjelden fra 31.12.2020 som er netto rentebærende gjeld og kortsiktige kreditter.

$$\text{Markedsverdi gjeld} = \text{Bokført rentebærende gjeld} = 9.359 + 664 = 10.023$$

(Kvifte, Tofteland, & Bernhoft, 2016)

Reformulert kapitalstruktur		
Egenkapital	Gjeld	Eiendeler
87 124	10 023	97 147
90 %	10 %	100 %

Tabell 8.5 – Reformulert kapitalstruktur

Dette gir oss en fordeling av markedsverdien til egenkapital og gjeld med henholdsvis 90% og 10% av totalkapitalen. Dette vil si at avkastningskravet til egenkapitalen vil ha betraktelig større påvirkning på utregning av aksjeverdien.

#### 8.2.4 Oppsummering

I tabellen under har vi oppsummert alle tallene fra funnene i kapittel 8 og funnet frem til avkastningskravet for totalkapitalen. Dette avkastningskravet er på 5,6% og kan videre benyttes til å estimere diskontere nåverdi av fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen (Damodaran, 2012).

AVKASTNINGSKRAV PÅ EGENKAPITALEN		AVKASTNINGSKRAV PÅ TOTALKAPITALEN	
Risikofri rente	2,50 %	CAPM	5,85 %
Betaverdi	0,67	Egenkapitalandel	90,00 %
Risikopremie	5,00 %	Gjeldskostnad	4,3 %
		Gjeldsandel	10 %
		Skattesats	22,00 %
CAPM	5,85 %	WACC	5,60 %

Tabell 8.6 – Oppsummering av CAPM og WACC

## 9 Estimering av verdi

Nå har vi estimert alle nødvendige parametere og kan begynne med den fundamentale og relative verdsettelsen. Vi vil med disse funnene sammenligne våre verdier med markedsverdien til Orkla per 31.12.20, for å se hvorvidt aksjen er underpriset eller overpriset.

### 9.1 Fundamental verdsettelse

Vi vil nå fullføre den fundamentale verdsettelsen og regne oss frem til nåverdien av Orkla ved hjelp av fremtidsprognosene i kapittel 7 og avkastningskravet fra kapittel 8. Verdivurderingen er basert på total kapital metoden noe som innebærer at den at vi trekker fra den rentebærende gjelden for å komme frem til egenkapitalverdien. Vi neddiskonterer alle fremtidige kontantstrømmer frem til 2025 med avkastningskrav på 5,6% og benytter en stabil vekstrate på 2% i terminalperioden.

(Tall MNOK)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Terminal
<b>Driftsinntekter</b>	<b>49 494</b>	<b>51 969</b>	<b>54 567</b>	<b>57 295</b>	<b>60 160</b>	
Varekostnader	24 598	25 828	27 120	28 476	29 900	
Lønnskostnader	9 404	9 874	10 368	10 886	11 430	
Andre driftskostnader	7 672	8 055	8 458	8 881	9 926	
<b>EBITDA</b>	<b>7 820</b>	<b>8 211</b>	<b>8 622</b>	<b>9 053</b>	<b>8 904</b>	
Avskrivninger	1 485	1 559	1 637	1 719	3 309	
<b>EBIT</b>	<b>6 335</b>	<b>6 652</b>	<b>6 985</b>	<b>7 334</b>	<b>5 595</b>	
Skatt	1 394	1 463	1 537	1 613	1 231	
<b>EBIT etter skatt</b>	<b>4 941</b>	<b>5 189</b>	<b>5 448</b>	<b>5 720</b>	<b>4 364</b>	
Avskrivninger	1 485	1 559	1 637	1 719	3 309	
Investeringer	2 970	3 118	3 274	3 438	3 610	
Endring i arbeidskapital	185	351	369	387	407	
<b>Fri kontantstrøm til total kapitalen</b>	<b>3 272</b>	<b>3 278</b>	<b>3 442</b>	<b>3 614</b>	<b>3 656</b>	<b>103 598</b>
<b>Nåverdi av kontantstrømmene</b>	<b>3 098</b>	<b>2 940</b>	<b>2 923</b>	<b>2 906</b>	<b>2 784</b>	<b>78 892</b>

Tabell 9.1 – Fremtidig kontantstrømmer

Vi ser på tabellen de neddiskonterte kontantstrømmene fra 2021-2025, samt terminalverdien. Nåverdien av kontantstrømmene tilsvarer selskapsverdien i dag, og ligger på 93.544 millioner kroner, hvorav terminalverdien utgjør 84%. Etersom terminalverdien utgjør en så stor andel, vil variablene som inngår i terminalverdien utgjøre store forskjeller og er veldig viktige. Dette kommer vi tilbake til i sensitivitetsanalysen på neste kapittel.

Nåverdi FCFF	14 651
Nåverdi av terminalverdi	78 892
Selskapsverdi	93 544
Rentebærende gjeld	10 023
<b>Verdi av EK</b>	<b>83 521</b>
Antall aksjer	1 001
<b>Pris per aksje</b>	<b>83,40</b>

Tabell 9.2 – Verdiberegning

I tabellen over ser vi at verdien av egenkapitalen kommer på 83 milliarder etter man har trukket fra den rentebærende gjelden. Fordeler man denne verdien på antall utstedte aksjer får man en aksjekurs på 83,4 kroner. Dette er en liten nedside fra aksjeprisen i markedet på 87 kroner, men er ikke et unormalt avvik. Vi ser på denne aksjeprisen som et godt estimat og benytter denne når vi skal foreta en sensitivitetsanalyse. I tillegg vil vi se hvor troverdig kursen er ved å gjennomføre en relativ verdsettelse.

## 9.2 Relativ verdsettelse

Vi skal nå foreta den andre verdsettelsesmetoden som er relativ verdsettelse. Vi benytter oss av multiplikatormodellen for den relative verdsettelsen som går ut på å sammenligne forholdstall fra Orkla sitt regnskap med andre selskap innenfor samme bransje. Da kommer vi frem til et bransjesnitt som benyttes for å regne ut nye multipler og komme frem til en samlet verdi. Metoden kan være godt egnet for et selskap som Orkla som tilhører en moden bransje. Likevel er konkurrentene som nevnt mye større på global basis og operer med andre marginer. Dette må tas i betraktning når vi kommer frem til nye aksjepriser.

Den nye aksjeprisen vi kommer frem til skal benyttes som et supplement for den tidligere aksjeverdien vi kom frem til ved hjelp av diskontert kontantstrømmetoden. Dette gjøres på grunn av de store usikkerhetene som følger ved en diskontert kontantstrømmetode, ettersom estimatet bygger på mange antakelser. Formålet med den relative metoden er å se hva lignende selskap i bransjen verdsettes for (Kaldestad & Møller, 2016). Fordelen med denne type verdsettelse er at den er enklere å finne frem til og går ut på mindre antakelser enn ved DCF-metoden. Metoden tar også hensyn til nåværende situasjonen i selskapet og ikke estimerer fra fremtiden. Ulempen er derimot at vi ikke vet nok om de andre selskapene vi

sammenligner med. Det kan være forskjell i vekstutsikter, risikoutsikter, organisasjonsstruktur og mye mer, og dette er med på å påvirke selskapene forskjellig (Damodaran, 2012).

### 9.2.1 Sammenlignbare selskaper

Som nevnt tidligere velger vi å bruke Nestle, Unilever, Procter & Gamle og Mondelez Int. som selskaper til sammenligning. Ved inngangen til 2021 hadde Orkla en aksjepris på 87 kr. Den relative verdsettelsen vil estimere en aksjepris på bakgrunn av bransjesnitt og vi kan videre se hvorvidt det er en indikasjon til kjøps eller salgsmulighet avhengig av prisforskjellene. Dette gjøres ved å foreta flere analyser av multiplikatorer som vi gikk gjennom i kapittel 4. Vi vil finne frem til én pris og vil derfor vekte alle multiplikatorene, ut ifra hvor relevante de er. Den nye verdien vil kunne være med på å styrke prisen vi fikk ved diskonteringsmetoden. Alle tall er hentet fra offentlige årsrapporter for de respektive selskapene. Alle tall for de sammenlignbare selskapene er hentet fra Reuters.com den verdier fra 01.01.2021.

### 9.2.2 Valg av multiplikatorer

Enhver multiplikator har sine fordeler og ulemper, og alle har hver sin nytte i ulike situasjoner. Det kan hovedsakelig skilles mellom tre type metoder; inntjeningsbaserte, balansebaserte og omsetningsbaserte. De inntjeningsbaserte multiplene beregner seg på resultat og kontantstrøm, og man benytter seg av forholdstall som blant EBIT og EBITDA. Disse multiplene forteller hvor mange år etter hverandre gjeldene inntjening er nødt til å forekomme for å kunne få forventet verdi. Vanlige forholdstall for inntjeningsbaserte multipler er Price/Earnings og EV/EBITDA.

Multipler som tar utgangspunkt i balansebaserte forholdstall, viser sammenhengen mellom prisen til selskapet og den bokførte verdien til egenkapitalen. Dette er en multipl som er preget av regnskapsregler og kjøpsprisen av eiendelene til selskapet. Den mest brukte metoden er Price/Book som viser verdien til et selskap dersom det skulle likvidert alt av eiendeler og betalt gjenværende gjeld den dag i dag. Ulempen her er at kompetansen til de ansatte, rutiner og gode leverdør forhold ikke blir tatt i betraktning. Noe som er svært relevant for et selskap som Orkla.

Omsetningsmetoden tar utgangs i hele omsetning til selskapet og fungere på samme måte som

inntjeningsmetoden. Ulempen med denne er at de ikke tar hensyn til profittmarginer, noe som er relevant for en bransje som dette, noe vi så kunne variere mye i tidligere kapittel.

Vi ser på EV/EBITDA og P/E som mest relevante for bransjen og vil benytte oss av disse multiplene. Likevel synes vi det blir for lite med bare to multipler som et supplement for den fundamentale verdsettelsen og velger også å benytte oss av P/B til tross for at den ikke tar hensyn til immaterielle verdier.

### 9.2.3 P/E

	Orkla	Nestlé	P & G	Unilever	Mondelez	Gjennomsnitt
P/E	18,1	24,6	26,0	25,0	23,6	23,4

Tabell 9.3 – P/E multipler

P/E multiplene er som tidligere nevnt forholdet mellom pris per aksje og resultat per aksje. Forholdstallet sier noe om hvor mange år det vil ta før summen av overskuddet tilsvarer dagens aksjepris. P/E verdien er relativt stabil for alle de sammenlignbare selskapene, men Orkla skiller seg ut med en noe lavere verdi enn resten av bransjen og er priset litt lavere i forhold til inntjeningen. En forklaring på dette kan være at metoden ikke tar hensyn til selskapets kapitalstruktur og som vi tidligere i oppgaven kom frem til, har Orkla en mye lavere gjeldsgrad enn de andre selskapene.

Videre regner vi ut verdien til Orkla ved å gange den gjennomsnittlige P/E verdien med resultat per aksje. Da får vi en aksjepris på 102 kroner.

$$4,37 \times 23,4 = 102,4$$

### 9.2.4 P/B

	Orkla	Nestlé	P & G	Unilever	Mondelez	Gjennomsnitt
P/B	2,4	6,3	7,0	8,4	3,0	5,4

Tabell 9.4 – P/B multipler

Vi ser at alle selskapene har en pris bok verdi på over 1, noe som tilsier at alle selskapene skaper merverdi. Likevel ser man at Orkla er selskapet med lavest verdi og godt under snittet. Dette kommer av de store forskjellene vi kom frem ved regnskapsanalysen. De andre selskapene har et mye høyere egenkapitalkrav noe som resulterer i en høy pris/bok forhold. I

tillegg har de andre selskapene en mye høyere grad av gjeld, som kan gi et urealistisk bilde på verdiskapningen. Dette kan blant annet også skyldes den store graden av immaterielle eiendeler som ikke blir bokført ved egenkapitalen. Dersom et selskap har et høyt egenkapitalkrav og lavt pris/bok forhold kan det tyde på at selskapet er underpriset, noe som ikke er tilfellet her.

Multipliserer vi bransjesnittet med den bokførte verdien til Orklas egenkapital og deler det på antall utstedte aksjer får aksjeverdien basert på P/B.

$$5,4 \times 37,7 = 203$$

Den nye aksjeverdien på 203 er betraktelig mye høyere enn hva vi kom frem til i den fundamentale verdsettelsen. På grunn av de store forskjellene i egenkapitalkrav og gjeldsgrad velger vi å utelate denne multiplikatoren når vi beregner ny aksjepris.

#### 9.2.5 EV/EBITDA

	Orkla	Nestlé	P & G	Unilever	Mondelez	Gjennomsnitt
EV/EBITDA	12,8	21,7	18,1	13,9	15,9	16,5

Tabell 9.5 – EV/EBITDA multipler

Den siste multippelen er EV/EBITDA og er svært godt brukt. Den tar i betraktning hele selskapsverdien i forhold til driftsresultatet før avskrivning, nedskrivning og netto finansinntekter. Den tar altså hensyn til selskapskapital og tar dermed også høyde for finansieringsstrukturen i motsetning til P/E multippelen. Metoden er spesielt godt egnet for selskaper med store avskrivninger, som følge av investeringer eller oppkjøp av selskap (Damodaran, 2012). Metodene er også svært godt egnet til å beregne den underliggende driften til selskapet. Ulempen er derimot at den ikke tar hensyn til vekstutsikter og risiko og fungerer derfor som et godt supplement.

$$16,48 = \frac{\text{Selskapsverdi (EV)}}{5.492.000.000} \rightarrow EV = 90.508.160.000$$

$$\text{Aksjepris} = \frac{EV}{\text{Antall aksjer}} = \frac{90.508.160.000}{1.001.430.970} = \mathbf{90,4}$$

Estimatet indikerer en aksjeverdi på 90,4 noe som er nær den virkelige markedsverdien og er

lavere enn de foregående estimatene. Likevel indikerer den på en liten prisoppgang. Metoden er mer relevant enn de andre estimatene da de tar hensyn til netto selskapsgjeld og markedsverdien basert på driftslønnsomhet.

#### 9.2.6 Oppsummering

Avslutningsvis setter vi sammen de gjennomsnittlige verdiestimatene og vekter de i forhold til viktighetsgrad. Ettersom EV/EBITDA er den multippelen som er mest relevant for selskapet, velger vi å vekte denne 60%, mens P/E er vektet 40%. På grunn av den urealistiske verdien vi fikk fra P/B verdien velger vi å utelukke denne. Dette gir oss en ny aksjeverdi på 95 kroner, noe som er oppside på 9,4% fra opprinnelig aksjekurs. Det kan argumenteres for at Orkla kan handles med rabatt eller at konkurrenter er for høyt priset.

<b>Gjennomsnittlig verdi basert på multippelanalyse</b>		
	<b>P/E</b>	<b>EV/EBITDA</b>
Aksjekurs	102,4	90,4
Vekting	40 %	60 %
<b>Orkla</b>		
Estimert kursmål		<b>95,20</b>
Aksjekurs 31.12.2020		87
Oppside		<b>9,4 %</b>

Tabell 9.6 – Oppsummering relativ verdsettelse

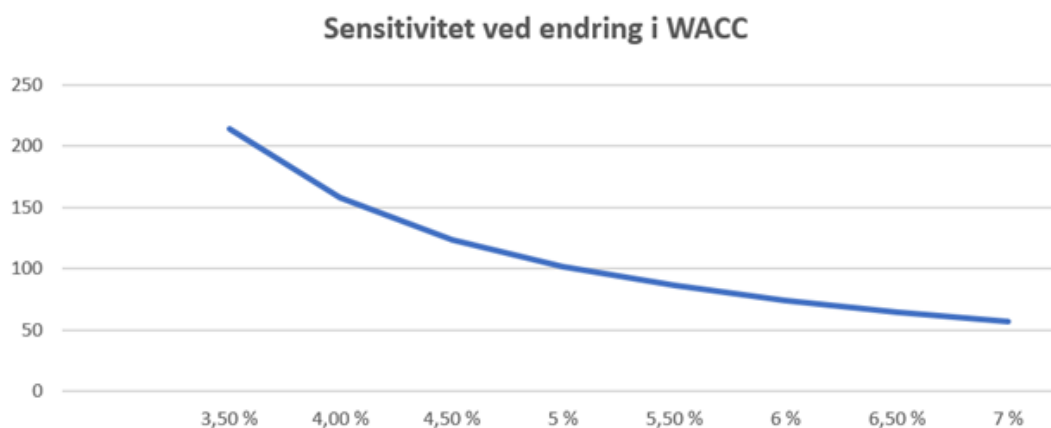


## 10 Sensitivitetsanalyse

Avslutningsvis for denne analysedelen av oppgaven vil vi gjennomføre en sensitivitetsanalyse for verdiestimatet. Den fundamentale analysen er basert på framtidsutsikter, og man har ingen garanti på at estimatene for fremtiden stemmer. Derfor kan det være greit å se hvordan aksjeprisen ville utviklet seg dersom det hadde forekommet endringer på tallene vi kom frem til. Den fundamentale analysen er mest påvirket av avkastningskravet til totalkapitalen og terminalveksten og det er disse parameterne vi vil se på.

### Avkastningskrav

For å komme frem til nåverdien av kontantstrømmen brukte vi avkastningskravet til totalkapitalen, WACC. Avkastningskravet består av flere variabler og den andelen knyttet til egenkapitalen som avgjørende for aksjeprisen. Vi vil for simpelhetens skyld se på scenarier for endringer på hele avkastningskravet. Vi kan se på tabellen under at endringen i aksjepris er avtakende ved økning i avkastningskravet. En økning i avkastningskravet ville dermed ikke påvirket aksjeprisen like mye dersom vi hadde redusert den. Egenkapitalen har størst andel markedsverdi med 90% og små justeringer i både beta og risikofri rente vil derfor kunne gjøre store utslag på aksjeprisen.



Figur 10.1 – Sensitivitet knyttet til WACC

### Terminalvekst

Terminalveksten utgjør også store forskjeller på nåverdien til et selskap ved bruk av DCF-modellen. Vi kom frem til en terminalvekst på 2% som ga oss en aksjepris på 84 kroner. Vi vil se på hva som hadde skjedd med aksjeprisen dersom det hadde vært endringen i denne variabelen. Dersom Orkla hadde vært et selskap med enorme vekstutsikter og ikke hadde

funnet noen trusler fra SWOT analysen kunne terminalveksten nærmet seg den globale BNP-veksten og hatt en aksjepris På 126 kroner. Hadde vi derimot estimert svakere vekstutsikter for selskapet og rettet oss mot en lavere terminalvekst på 1,25% ville prisen ligget på 69 kroner.



*Figur 10.2 – Sensitivitet knyttet til terminalvekst*

## 11 Konklusjon

Formålet med denne oppgaven var å besvare problemstillingen «Hva er verdien av Orkla ASA per 31.12.2020 og hva er tilhørende aksjepris». Gjennom den strategiske analysen i kapittel 5, kom vi frem til at Orkla har en sterk merkevare og er svært konkurransedyktig. Orkla er den ledende aktøren innenfor merkevarer av dagligvarehandel i Norge og Norden, og fortsetter å ekspandere seg i Europa og resten av verden. Orkla har stort fokus på bærekraftighet, noe som gjør at de følger nye forbrukertrender rundt plantebaserte varer og miljøvennlighet. Dette er likevel en stor kostnad for selskapet, og konkurrentene er mye større på global basis. Konkurrentene har som fordel å ha høyere driftsmarginer som følge av operasjoner i lavkostland. Konkurrentene er i en mer stabil fase med betraktelig lavere omsetningsvekst, og vi forventer at Orkla har gode muligheter for å oppnå god inntjening i fremtiden.

Gjennom regnskapsanalysen i kapittel 6 kom vi frem til at Orkla er et solid selskap med minimal risiko for konkurs. Vi tok dette videre med oss i kapittel 8, hvor vi gjorde beregninger på risikofri rente, skatt, samvariasjon med markedet, risikopremien til markedet og et kredittpåslag. Med dette kom vi frem til et avkastningskrav på total kapitalen med en sats på 5,6%. Alle disse funnene gjorde at vi kunne utføre en diskontert nåverdi av fremtidige kontantstrømmer til selskapet. Dette ga oss en estimert selskapsverdi på 83 milliarder kroner som tilsvarer en aksjekurs på 83 kroner.

Den relative verdivurderingen ga oss derimot en høyere pris på 95 kroner. Vi valgte å utelate P/B til tross for at det er en relevant multipl, ettersom konkurrentene operer med helt andre grader av gjeld, og ga oss en skjevhet ved sammenligning. Den reelle aksjekursen per 31.12.2020 var på 87 kroner, noe som er mellom de to estimatene og prisen kan dermed forsvares. Likevel velger vi å være på den konservative siden og ser ikke på dette som en kjøpsmulighet, men ville heller ventet til aksjen falt under 83 kroner.

## Bibliografi

- Business-to-you. (2016). *Scanning the Environment: PESTEL Analysis* . Retrieved from business-to-you.com: <https://www.business-to-you.com/scanning-the-environment-pestel-analysis/>
- Dagens Næringsliv. (2014). *Norges største minnesmerke over en fiasko* . Retrieved from dn.no: <https://www.dn.no/naringseiendom/naringsliv/bergen/dagligvare/norges-storste-minnesmerke-over-en-fiasko/1-1-5197621>
- Dagsavisen. (2021). *Ap og Høyre glade for global minstesats for selskapsskatt*. Retrieved from dagsavisen.no: <https://www.dagsavisen.no/nyheter/innenriks/2021/04/09/ap-og-hoyre-glade-for-global-minstesats-for-selskapsskatt/>
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. Hoboken NJ: Wiley.
- De Nasjonale Forskningsetiske Komiteene. (2015). *Kvantitativ metode*. Retrieved from forskningsetikk.no: <https://www.forskningsetikk.no/ressurser/fbib/metoder/kvantitativ-metode/>
- E24. (2017). *Orkla satser tungt på nett: – Vi må være der forbrukeren ønsker å være* . Retrieved from e24.no: <https://e24.no/naeringsliv/i/GG6MoV/orkla-satser-tungt-paa-nett-vi-maa-vaere-der-forbrukeren-oensker-aa-vaere>
- E24. (2021). *USA ber verden øke selskapsskatten* . Retrieved from e24.no: <https://e24.no/internasjonaoekonomi/i/2dzzqq/usa-ber-verden-oeke-selskapsskatten>
- Eurostat. (2021). *Preliminary flash estimate for the fourth quarter of 2020*. Retrieved from ec.europa.eu: [https://ec.europa.eu/eurostat/documents/portlet\\_file\\_entry/2995521/2-02022021-AP-EN.pdf/0e84de9c-0462-6868-df3e-dbacaad9f49f](https://ec.europa.eu/eurostat/documents/portlet_file_entry/2995521/2-02022021-AP-EN.pdf/0e84de9c-0462-6868-df3e-dbacaad9f49f)
- Finansavisen. (2021). *Coronahjelp og selskapsskatt topper G20-ministres agenda*. Retrieved from finansavisen.no: <https://finansavisen.no/nyheter/politikk/2021/04/07/7652825/coronahjelp-og-selskapsskatt-topper-g20-ministres-agenda>
- FN. (2018). *Korrupsjon*. Retrieved from fn.no: <https://www.fn.no/Statistikk/Korrupsjon>
- Forbes. (2020). *Mondelez International*. Retrieved from forbes.com: <https://www.forbes.com/companies/mondelez-international/?sh=7cc1a5ac5c03>
- Forbes. (2020). *Nestle*. Retrieved from forbes.com: <https://www.forbes.com/companies/nestle/?sh=a8a815755121>

- Forbes. (2020). *Procter & Gamble*. Retrieved from forbes.com:  
<https://www.forbes.com/companies/procter-gamble/?sh=744738ad4165>
- Forbes. (2020). *Unilever*. Retrieved from forbes.com:  
<https://www.forbes.com/companies/unilever/?sh=18ecf3ca293>
- Grennes, T. (2012). *Hvordan kan du vite om noe er sant?* Norge: Cappelen Damm Akademisk.
- IMF. (2021). *World Economic Outlook*. Retrieved from imf.org:  
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/01/20/weo-update-january2020>
- International Monetary Fund. (2021). *Real GDP growth*. Retrieved from imf.org:  
[https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP\\_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD](https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD)
- Jakobsen, E. W., & Lien, L. B. (2015). *Ekspansjon og konsernstrategi*. Oslo: Gyldendal.
- Johnson, G., Whittington, R., Regner, P., Scholes, K., & Angwin, D. (2017). *Exploring Strategy*. Pearson.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Kvifte, S. S., Tofteland, A., & Bernhoft, A. C. (2016). *Finansregnskap. God regnskapsskikk og IFRS*. Fagbokforlaget.
- Landbruk.no. (2017). *Hvorfor er tollvern viktig for norsk matproduksjon?* . Retrieved from landbruk.no: <https://www.landbruk.no/internasjonalt/hvorfor-har-vi-tollvern/>
- Lorvik, N., & Ripegutu, H. (2021). *Stortinget vil legge begrensninger på dagligvarekjedenes egne merkevarer*. Retrieved from nettavisen.no:  
<https://www.nettavisen.no/okonomi/stortinget-vil-legge-begrensninger-pa-dagligvarekjedenes-egne-merkevarer/s/12-95-3424077626>
- Menon Economics. (2019). *UTREDNING AV ÅRSAKER TIL ULIKE INNKJØSPRISER I DET NORSKE DAGLIGVAREMARKEDET*. Retrieved from menon.no:  
<https://www.menon.no/wp-content/uploads/2019-103-%C3%85rsaker-til-ulike-innkj%C3%B8spriser.pdf>
- Mondelez International. (2021). *About us*. Retrieved from mondelezinternational.com:  
<https://www.mondelezinternational.com/About-Us>
- Nationen.no. (2021). *EMV-debatten må bygge på kunnskap*. Retrieved from nationen.no:  
<https://www.nationen.no/motkultur/debatt/emv-debatten-ma-bygge-pa-kunnskap/>

- NæringsEiendom. (2020). *Kolonial.no satser stort med nytt bygg*. Retrieved from ne.no:  
<https://ne.no/2020/10/15/kolonial-no-satser-stort-med-nytt-bygg/#:~:text=Enorm%20vekst%20i%202020,800%20millioner%20fra%20%C3%A5ret%20f%C3%B8r>
- Nestlé. (2021). *Facts and figures*. Retrieved from nestle.com:  
<https://www.nestle.com/investors/annual-report/facts-figures>
- Nettavisen. (2020). *Fem selskaper tjener nesten alt du bruker på dagligvareinnkjøp*. Retrieved from nettavisen.no: [https://www.nettavisen.no/okonomi/fem-selskaper-tjener-nesten-alt-du-bruker-pa-dagligvareinnkjop/s/12-95-3424041122?fbclid=IwAR0xvjfVtj3i7PpXKiRdRWgpEauI1qq57QR\\_Yc5zM4V\\_a1aelglfJrPw6IU](https://www.nettavisen.no/okonomi/fem-selskaper-tjener-nesten-alt-du-bruker-pa-dagligvareinnkjop/s/12-95-3424041122?fbclid=IwAR0xvjfVtj3i7PpXKiRdRWgpEauI1qq57QR_Yc5zM4V_a1aelglfJrPw6IU)
- Nettavisen. (2021, Mars 30). *Kronen bryter grense*. Retrieved from nettavisen.no:  
<https://www.nettavisen.no/okonomi/kronen-bryter-gjennom-grense-har-ikke-skjedd-pa-ett-ar/s/12-95-3424108623>
- Norges Bank. (2021). *Rentebeslutning januar 2021*. Retrieved from norges-bank.no:  
<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2021/januar-2021/>
- Norges-Bank . (2021). *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. Retrieved from norges-bank.no:  
<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Norges-Bank Statsobligasjoner. (2021). *Statsobligasjoner daglige noteringer*. Retrieved from norges-bank.no: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>
- Norges-bank valutakurs. (2021). *Valutakurser*. Retrieved from norges-bank.no:  
<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=I44>
- OECD. (n.d.). *Long-term global growth - Bloomberg brief*. Retrieved from oecd.org:  
<https://www.oecd.org/economy/lookingto2060long-termglobalgrowthprospects.htm>
- Olsen, E. S., & Olsen, J. (2021). *En ny generasjon av egne merkevarer*. Retrieved from kantar.no: <https://kantar.no/tns-innsikt/en-ny-generasjon-av-egne-merkevarer>
- Orkla. (2021). *Årsrapport 2020*. Retrieved from Orkla.no:  
[https://s1.q4cdn.com/542717816/files/doc\\_news/Orklas-rsrapport-2020-2021.pdf](https://s1.q4cdn.com/542717816/files/doc_news/Orklas-rsrapport-2020-2021.pdf)
- Orkla. (2021). *Bærekraft*. Retrieved from orkla.no: <https://www.orkla.no/baerekraft/>
- Orkla. (2021). *Bærekraftige innkjøp*. Retrieved from orkla.no:  
<https://www.orkla.no/baerekraft/ansvarlige-innkjop/>

- Orkla. (2021). *Historie*. Retrieved from Orkla.no: <https://www.orkla.no/om-oss/historie/viktige-hendelser/>
- Orkla. (2021). *Om oss*. Retrieved from Orkla.no: <https://www.orkla.no/om-oss/>
- Orkla. (2021). *The leading Nordic supplier of branded consumer goods*. Retrieved from orkla.no: [https://s1.q4cdn.com/542717816/files/doc\\_presentations/2020/Orkla\\_investor\\_presentation\\_2020.pdf](https://s1.q4cdn.com/542717816/files/doc_presentations/2020/Orkla_investor_presentation_2020.pdf)
- Orkla. (2021). *Visjon, verdier og strategi*. Retrieved from Orkla.no: <https://www.orkla.no/investor/visjon-verdier-og-strategi/>
- Porter, M. E. (2008). *The Five Competitive Forces That Shape Strategy*. Retrieved from aggie-horticulture.tamu.edu/: [https://aggie-horticulture.tamu.edu/faculty/hall/EAGL/Strategy\\_readings/Five\\_Forces\\_Update.pdf](https://aggie-horticulture.tamu.edu/faculty/hall/EAGL/Strategy_readings/Five_Forces_Update.pdf)
- Procter & Gamble. (2021). *Annual report*. Retrieved from us.pg.com: <https://us.pg.com/annualreport2020/annual-report-downloads/>
- Proff forvalt. (2020). *Kredittsjekk av Orkla*. Retrieved from forvalt.no: <https://forvalt.no/ForetaksIndex/Firma/FirmaSide/910747711>
- PwC. (2020). *Risikopremien i det norske markedet*. Oslo: PwC, NFF.
- PwC. (2020). *Risikopremien i det norske markedet 2020*. Retrieved from pwc.no: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>
- Regjeringen. (1997). *OU 1997: 6 - Rammvilkår for omsetning av legemidler*. Retrieved from regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-1997-6/id140758/sec14>
- Regjeringen. (2013). *Bedrift i Europa*. Retrieved from regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/no/tema/europapolitikk/fakta-115259/bedrift-i-europa/id685167/>
- Regjeringen. (2020). *Lov om god handelsskikk i dagligvarekjeden*. Retrieved from regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-33-l-20192020/id2681097/?ch=2>
- Regjeringen skattesatser. (2020). *Skattesatser 2021*. Retrieved from regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2021/id2767458/>
- Statistisk sentralbyrå. (2016). *Hvorfor har Norge så mye høyere inflasjon enn EU?* . Retrieved from ssb.no: <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/artikler-og-publikasjoner/hvorfor-har-norge-sa-mye-hoyere-inflasjon-enn-eu>

- Statistisk sentralbyrå. (2017). *Hva er egentlig BNP?* Retrieved from ssb.no:  
<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/hva-er-egentlig-bnp>
- Statistisk sentralbyrå. (2021). *Fastlands-BNP falt 2,5 prosent i 2020*. Retrieved from ssb.no:  
[https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/fastlands-bnp-falt-2-5-prosent-i-2020#:~:text=Bruttonasjonalproduktet%20\(BNP\)%20for%20Fastlands%2D,til%202020%2C%20viser%20forel%C3%B8pige%20nasjonalregnskapstall.&text=kvartal%20](https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/fastlands-bnp-falt-2-5-prosent-i-2020#:~:text=Bruttonasjonalproduktet%20(BNP)%20for%20Fastlands%2D,til%202020%2C%20viser%20forel%C3%B8pige%20nasjonalregnskapstall.&text=kvartal%20)
- Store norske leksikon. (2021). *Europas befolkning*. Retrieved from snl.no:  
[https://snl.no/Europas\\_befolkning](https://snl.no/Europas_befolkning)
- Sundbye, L. M. (2017). *Nasjonal digital læringsarena*. Retrieved from ndla.no:  
<https://ndla.no/subject:7/topic:1:183191/topic:1:105795/resource:1:93370?filters=urn:filter:433559e2-5bf4-4ba1-a592-24fa4057ec01>
- Toll. (2020). *§ 9-2 Generelle tollnedsettelse på landbruksprodukter*. Retrieved from toll.no:  
<https://www.toll.no/no/verktoy/regelverk/tollabc/9/9-2/>
- Trading Economics. (2021). *Inflasjon - Liste over land*. Retrieved from no.tradingeconomics.com: <https://no.tradingeconomics.com/country-list/inflation-rate?continent=europe>
- Trading Economics. (2021). *List of Countries by Corporate Tax Rate*. Retrieved from tradingeconomics.com: <https://tradingeconomics.com/country-list/corporate-tax-rate?continent=europe>
- Unilever. (2021). *Annual report and accounts 2020*. Retrieved from unilever.com:  
[https://www.unilever.com/Images/annual-report-and-accounts-2020\\_tcm244-559824\\_en.pdf](https://www.unilever.com/Images/annual-report-and-accounts-2020_tcm244-559824_en.pdf)