



Verdsettelse av Orkla ASA



BØKBAO-1 22H Bacheloroppgave i økonomi og administrasjon

Innlevering 10.05.2023

Av Christopher Sagedahl Underthun & Markus Lund Valvik

Veiledet av Bård Misund



HANDELHØGSKOLEN VED UIS
BACHELOROPPGAVE

STUDIUM:

Økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
TEMATISKE RETNING:

Regnskap og finans

TITTEL: Verdsettelse av Orkla ASA

ENGELSK TITTEL: Valuation of Orkla ASA

FORFATTERE

Kandidatnr:

2239

.....

2240

.....

Navn:

Christopher Sagedahl Underthun

.....

Markus Lund Valvik

.....

VEILEDER:

Bård Misund

Forord

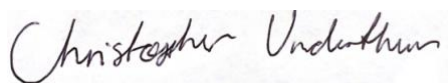
Denne semesteroppgaven er en avsluttende oppgave på bachelorstudiet Økonomi og Administrasjon ved Universitetet i Stavanger

Oppgaven har som hensikt å skrive en økonomisk verdsettelse basert på siste tre års pensum. Det som tiltrekker oss mest med denne oppgaven er muligheten til å bruke kunnskap og teorier fra ulike fagområder og kombinere dem for å gi en best mulig løsning på problemstillingen. Ved å gjøre dette kan vi få en helhetlig forståelse av verdsettelsesprosessen og de ulike faktorene som påvirker verdien. For eksempel kan vi bruke prinsipper fra økonomi, regnskap, statistikk og finans for å analysere relevante data og beregne verdier på en grundig og pålitelig måte.

Vi ønsker å takke Marius Sikveland for spennende og inspirerende forelesninger i faget finansregnskap og verdsettelsesteori. Gjennom sine engasjerende forelesninger har han inspirert oss til å fordype oss videre i temaet verdsettelse.

Til slutt ønsker vi å rette en stor takk til vår veileder, Bård Misund.

Handelshøgskolen ved Universitetet i Stavanger, mai 2023



Christopher Underthun



Markus Lund Valvik

Sammendrag

Denne bacheloroppgaven har som formål å beregne verdien av Orkla ASA våren 2023 og tilhørende aksjepris analysert og beregnet. For å besvare dette spørsmålet har vi utført en fundamental verdsettelse av selskapet. Dette innebærer at vi har beregnet avkastningskravet på totalkapitalen og brukt dette til å diskontere fremtidige kontantstrømmer. For å finne verdien til egenkapitalen trekker vi fra netto rentebærende gjeld.

Innledningsvis skriver vi om Orkla som konsern, med fokus både på historiske aspekter og nåværende situasjon. Videre har vi utført en strategisk analyse som involverte en kombinasjon av interne og eksterne analyser. Disse analytiske rammeverkene inkluderte sentrale analyseverktøy. Resultatene fra de interne og eksterne analysene ble deretter oppsummert i form av en SWOT-analyse. Dataen vi fikk fra den strategiske analysen tok vi med i verdsettelsesprosessen.

I regnskapsanalysen ser vi at Orkla har en solid økonomisk posisjon med høy likviditet og lav gjeld. Dette gir selskapet fleksibilitet og evne til å håndtere uforutsette hendelser, samt friheter til å investere i vekstmuligheter. Marginene er noe under bransjesnittet, men Orkla opprettholder fortsatt en god lønnsomhet. Disse estimatene blir anvendt i WACC-modellen som gir oss et avkastningskrav på 5,35%. Ved hjelp av disse variablene diskonterer vi terminalverdien til Orkla i den fundamentale verdsettelsen.

Avslutningsvis blir verdsettelsen utført ved hjelp av flere verdsettelsesmetoder, inkludert inntjeningsestimater og sammenlignbare selskaper. Dette besvarer vår problemstilling og estimerer en aksjekurs på 79,11 NOK. Resultatene blir diskutert i lys av analysene som har blitt gjennomført. Potensielle risikoer og usikkerheter har også blitt vurdert. Oppgaven gir en omfattende forståelse av Orkla ASA og dens verdi på våren 2023.

Abstract

The purpose of this bachelor thesis is to calculate the value of Orkla ASA in the spring of 2023 and the associated share price analyzed and calculated. To answer this question, we have performed a fundamental valuation of the company. This means that we have calculated the required rate of return on the total capital and used this to discount future cash flows. To find the value of equity, we subtract net interest-bearing debt.

We start by introducing Orkla as a group, focusing on both historical aspects and the current situation. Furthermore, we have performed a strategic analysis involving a combination of internal and external analyses. These analytical frameworks included key analytical tools. The results of the internal and external analyses were then summarized in form of a SWOT analysis. The data obtained from the strategic analysis was used in the valuation process.

In the financial analysis, we see that Orkla has a solid financial position with high liquidity and low debt. This gives the company flexibility and the ability to handle unforeseen events, as well as the freedom to invest in growth opportunities. Margins are somewhat below the industry average, but Orkla still maintains good profitability. These estimates are applied in the WACC model, which gives us a required rate of return of 5.35%. Using these variables, we discount the terminal value of Orkla in the fundamental valuation.

Finally, the valuation is performed using several valuation methods, including earnings estimates and comparable companies. This answers our research question and estimates a share price of 79.11 NOK. The results are discussed in light of the analyses that have been conducted. Potential risks and uncertainties have also been assessed. The paper provides a comprehensive understanding of Orkla ASA and its value in spring 2023.

Innholdsfortegnelse

Forord	II
Sammendrag	III
Abstract	IV
Figurer, Formler og Tabeller	VIII
1. Problemstilling	1
2. Presentasjon av selskapet	2
2.1 Orkla ASA.....	2
2.2 Historie.....	2
2.2.1 «Nye Orkla»	3
2.3 Visjon, strategi og mål	4
2.4 Ledelse.....	5
2.5 Kursutvikling og Eierforhold	5
2.6 Forretningsområder.....	7
2.6.1 Orkla Foods	8
2.6.2 Orkla Confectionary & Snacks.....	8
2.6.3 Orkla Food Ingredients.....	9
2.6.4 Orkla Care	9
2.6.5 Orkla Consumer & Financial Investments	9
2.7 Orkla Industrielt Investeringselskap	9
2.8 Bransje	11
2.8.1 Presentasjon av bransjen	11
2.8.2 Konkurrenter	11
Unilever	11
Nestlé.....	12
Handelens egne merkevarer.....	12
3. Verdsettelsesteori & metodevalg	13
3.1 Fundamental Verdsettelse.....	13
3.1.1 Egenkapitalmodellen.....	13
3.1.1.1 Kontantstrøm til egenkapitalen.....	14
3.1.1.2 Risikofri rente	14
3.1.1.3 Beta.....	15
3.1.1.4 Historisk beta.....	15
3.1.1.5 Fundamental Beta	16
3.1.1.6 Egenkapitalens risikopremie	17
3.1.2 Totalkapitalmodellen.....	18
3.1.2.1 Kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF)	18
3.1.2.2 Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)	18
3.1.2.3 Historisk vekst.....	19
3.1.2.4 Fundamental vekst.....	20
3.1.2.5 Terminalverdi	21
3.2 Komparativ verdsettelse.....	21
3.2.1 Multipler	22

3.2.1.1 Price-to-book (P/BV)	22
3.2.1.2 Price-earnings (P/E)	23
3.2.1.3 Price-to-sales (P/S)	23
3.2.1.4 Enterprise value-to-EBITDA (EV/EBITDA)	24
3.3 Dividendmodellen.....	25
3.4 Metode.....	25
3.4.1 Valg av metode.....	25
3.4.2 Datainnsamling.....	26
3.4.3 Validitet og rentabilitet.....	27
4. Strategisk Analyse.....	28
<i>Introduksjon</i>	28
4.1. <i>Ekstern Analyse</i>	28
4.1.1 PESTEL.....	28
Politiske forhold	29
Økonomiske Forhold	29
Sosiale Forhold.....	30
Teknologiske Forhold.....	30
Samfunnmessige Forhold (Miljømessige).....	31
Juridiske Forhold	31
4.1.2 VRIO	32
Verdien	32
Sjeldenhet	33
Ikke kopierbar.....	33
Organisatorisk støtte.....	33
4.1.3 Porters fem krefter.....	33
Trusler fra inntrengere.....	34
Rivalisering mellom aktører	35
Trusler fra substitutter	35
Kunders forhandlingsmakt	36
Leverandørens forhandlingsstyrke.....	36
Oppsummering Ekstern analyse	37
4.2 <i>Intern Analyse</i>	37
4.2.1 SWOT-Analyse	37
5. Regnskapsanalyse.....	40
<i>Introduksjon</i>	40
5.1 <i>Regnskap</i>	40
5.1.1 Resultatregnskapet (Historisk)	41
5.1.2 Balanseregnskapet.....	44
5.2 <i>Analyse</i>	45
5.2.1 Likviditetsanalyse.....	45
5.2.1.1 Likviditetsgrad 1	45
5.2.1.2 Likviditetsgrad 2.....	46
5.2.2 Soliditetsanalyse.....	48
5.2.3 Lønnsomhetsanalyse	48
5.2.3.1 Driftsmargin (Kontantstrøm).....	49
5.2.3.2 Egenkapitalrentabilitet.....	50
5.3 <i>Oppsummering Regnskapsanalyse</i>	51
6. Fremtidsprognoser.....	53
6.1 <i>Tidshorison</i> t.....	53

6.2	<i>Inntekter</i>	53
6.3	<i>Kostnader</i>	54
6.3.1	<i>Avskrivninger</i>	55
6.4	<i>Valuta</i>	55
6.5	<i>Investeringer</i>	56
6.6	<i>Arbeidskapital</i>	57
6.7	<i>Skatt</i>	58
6.8	<i>Terminalvekst</i>	59
7.	Avkastningskrav	61
7.1	<i>Kapitalverdimodellen – CAPM</i>	61
7.1.1	<i>Risikofri rente</i>	61
7.1.2	<i>Beta</i>	62
7.1.3	<i>Markeds risikopremie</i>	64
7.1.4	<i>Oppsummering – avkastningskravet på egenkapitalen</i>	65
7.2	<i>WACC – Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad</i>	65
7.2.1	<i>Gjeldskostnad</i>	65
7.2.2	<i>Konklusjon avkastningskrav til totalkapitalen</i>	66
8.	Estimering av verdi	67
8.1	<i>Fundamental Verdsettelse</i>	67
8.2	<i>Komparativ Verdsettelse</i>	68
8.2.1	<i>Sammenlignbare selskaper</i>	69
8.2.2	<i>Valg av multiplikatorer</i>	69
8.2.3	<i>P/E</i>	70
8.2.4	<i>P/B</i>	71
8.2.5	<i>EV/EBITDA</i>	72
8.2.6	<i>Oppsummering</i>	74
8.2.7	<i>Konklusjon komparativ verdsettelse</i>	75
9.	Sensitivitetsanalyse	77
9.1	<i>Avkastningskrav</i>	77
9.2	<i>Terminalverdi</i>	78
9.2	<i>Kursmål</i>	78
10.	Konklusjon	80
11.	Kritikk til oppgaven	81
	Bibliografi	82

Figurer, Formler og Tabeller

Figurer

Figur 1: Orklas Geografiske fordeling av salgsinntekter (Kilde: Orkla, 2022)	4
Figur2: De 20 største aksjonærene til Orkla (Orkla, 2023)	6
Figur 3: Orkla vs. Sammenlignbare Selskaper (Kilde: Bjeregaard, A, 2023)	7
Figur 4: Orklas Salgsinntekter pr. Forretningsområde (Orkla, 2023)	8
Figur 5: Porters Fem Krefter	34
Figur 6: Historisk Likviditetsgrad for Orkla og bransjen	46
Figur 7: Historisk Likviditetsgrad 2 for Orkla og bransjen	47
Figur 8: Historisk Egenkapitalandel for Orkla og bransjen	48
Figur 9: Historisk Driftsmargin Orkla vs. bransjesnitt	49
Figur 10: Historisk Egenkapitalrentabilitet Orkla vs. Bransjen	51
Figur 11: Selskapsskattesatser 1981-2019 (NHO, 2022)	59

Formler

Formel 1: Nåverdi	13
Formel 2: FCFE	14
Formel 3: Historisk beta	16
Formel 4: Unlevered beta for sammenlignbare selskap	17
Formel 5: Selskapsspesifikk beta	17
Formel 6: Egenkapital risikopremie	17
Formel 7: Kontantstrøm totalkapitalen	18
Formel 8: WACC (Weighted Average Cost of Captial)	19
Formel 9: Geometrisk gjennomsnitt	20
Formel 10: Vekstrate I nettoinntekter ”	20
Formel 11: Vekstrate I driftsresultat	21
Formel 12: Terminal verdi	21

Formel 13: Price-to-book (P/BV)	22
Formel 14: Price-earnings (P/E)	23
Formel 15: Price-to-sales (P/S)	23
Formel 16: EV/EBITDA multipl	24
Formel 17: Enterprise value	24
Formel 18: Likviditetsgrad 1	45
Formel 19: Likviditetsgrad 2	47
Formel 20: Egenkapitalrentabilitet	50
Formel 21: Kapitalverdimodellen	61
Formel 22: Gjeldskostnad	66
Formel 23: WACC (Weighted average cost of capital)	66

Tabeller

Tabell 1: SWOT- Analyse	38
Tabell 2: Forenklet årsregnskap og marginer (Kilde: Orkla, 2023)	41
Tabell 3: Historisk utvikling av inntekter (Kilde: Orkla 2023)	42
Tabell 4: Historisk utvikling av driftskostnader (Orkla, 2023)	43
Tabell 5: Historisk Balanseregnskap (Orkla, 2023)	44
Tabell 6: Fremtidige Inntekter	54
Tabell 7: Historisk utvikling av driftskostnader	55
Tabell 8: Historisk utvikling av avskrivninger	55
Tabell 9: Historisk utvikling av Investeringer	57
Tabell 10: Endring Arbeidskapital	58
Tabell 11: Statsobligasjonsrenter (Norges Bank, 2023)	62
Tabell 12: Regresjonsanalyse av Orkla og MSCI i Excel	63
Tabell 13: Bottom Up Beta	64
Tabell 14: Avkastningskrav CAPM	65
Tabell 15: Fremtidig fri kontantstrøm	67

Tabell 16: Verdiberegning.....	68
Tabell 17: P/E multippel Bransjesnitt (Yahoo Finance)	70
Tabell 18: P/E Aksjekurs Bransjesnitt (Yahoo Finance)	71
Tabell 19: P/BV multippel Bransjesnitt (Yahoo Finance).....	71
Tabell 20: P/BV aksjekurs Bransjesnitt (Yahoo Finance)	72
Tabell 21: EV/EBITDA multippel Bransjesnitt (Yahoo Finance).....	73
Tabell 22: EV/EBITDA Implisert Aksjekurs med bransjesnitt	73
Tabell 23: EV/EBITDA Implisert Aksjekurs med Orkla ASA egen Multippel.....	74
Tabell 24: EV/EBITDA Implisert Aksjekurs med Orkla ASA egen Multippel.....	74
Tabell 25: EV/EBITDA Implisert Aksjekurs med Orkla ASA egen Multippel.....	75
Tabell 26: EV/EBITDA Implisert Aksjekurs med Orkla ASA egen Multippel.....	76
Tabell 27: Sensitivitet Avkastningskrav WACC.....	77
Tabell 28: Sensitivitet Terminalverdi Stabil Vekst.....	78
Tabell 29: Kursmål Vektet.....	78
Tabell 30: Kursmål Vektet.....	79

1. Problemstilling

Formålet med denne bacheloroppgaven er å beregne egenkapitalverdien til Orkla ASA. For å oppnå dette formålet har vi formulert vår problemstilling på følgende måte:

«Hva er verdien av Orkla ASA våren 2023 og hva er tilhørende aksjepris?».

Oppgaver som omhandler verdsettelse hører inn under regnskap og finans-faget, men for å gi en grundig besvarelse på problemstillingen kreves også bruk av strategi, statistikk, samt mikro- og makroøkonomiske modeller. Vårt formål er å utforske de ulike faktorene som direkte påvirker inntektsnivået, omsetningen og lønnsomheten til Orkla ASA. Dette gjøres ved å anvende fundamental verdsettelsesteori for å beregne nåverdien av fremtidige kontantstrømmer til selskapets totale kapital, og deretter trekke fra rentebærende gjeld for å estimere egenkapitalverdien. Denne verdien kan deretter deles på antall utstedte aksjer for å komme frem til aksjeprisen.

For å vurdere om vår metode er tilstrekkelig til å konkludere med den fundamentale analysen, vil vi også utføre en relativ verdsettelse. Dette innebærer å sammenligne Orkla ASA med andre sammenlignbare selskaper i bransjen ved hjelp av ulike mål og indikatorer. Dette vil gi oss et perspektiv på selskapets verdsettelse i forhold til konkurrentene og markedet generelt. Gjennom denne sammenligningen kan vi vurdere om vår tidligere metode for verdsettelse gir en tilstrekkelig begrunnelse for konklusjonen basert på den fundamentale analysen.

2. Presentasjon av selskapet

2.1 Orkla ASA

Orkla er Norges ledende leverandør av merkevarer til dagligvarehandel, storhusholdning faghandel, bakeri etc. I tillegg til Norge har Orkla store markedsandeler i Baltikum, India og andre land i sentral Europa. Orkla hadde omtrent 21.400 ansatte og en omsetning på i underkant av 60 mrd. kroner i 2022 (Orkla, 2023). Fra april 2022 er Nils K. Selte Orklas konsernsjef. Orkla ASA er det 8. største selskapet notert på Oslo Børs. Selskapets merkevarevirksomhet er delt opp i fire forretningsområder; Orkla Foods, Orkla Confectionery & Snacks, Orkla Care, og Orkla Food Ingredients. De har også en rekke investeringer som går utenom matvareindustrien, dette går under Orkla Consumer & Financial Investments.

2.2 Historie

Det moderne Orkla ble grunnlagt i 1904 av Christian Thams under navnet Orkla Grube-Aktiebolag, men Orkla har røtter helt tilbake til gruvedrift på Løkken Verk i 1654. Dette gjør dem til et av de eldste storselskapene i norsk næringsliv og har vært notert på Oslo Børs siden 1929. Orkla startet med utvinning av malm som ble brukt til å lage kobber, men de valgte å gå over til svovelutvinning i 1851. I forbindelse med fusjonen mellom Borregaard og Orkla til *Orkla Borregaard* i 1986, solgte de unna gruvevirksomheten. Fra 1987 gikk Orkla over til å være et merkevare og investeringsselskap, og var med dette det fjerde største børsnoterte selskapet i Norge.

Orkla gjorde en storsatsing gjennom hele 90-tallet på merkevarer både i Norge, Polen og Øst-Europa. Dette særlig gjennom mediesektoren, og Orkla var blant de største på avismarkedene i Polen, Litauen og Ukraina. Orkla media var og store på 2000-tallet med eierandeler i både Hjemmet, NTB og Bergens Tidene. Mot slutten av 2000-tallet ble all medievirksomhet solgt til britiske Mecon Group og danske Egmont.

2.2.1 «Nye Orkla»

Stein Erik Hagen overtok som styreleder i 2005 og fokuserte på å styrke Orkla som merkevare. En viktig del av strategien var å slå sammen Sapa, Orklas aluminiumsvirksomhet, med Norsk Hydro, der Orkla fikk en eierandel på 50%. I 2017 solgte Orkla sin eierandel til Norsk Hydro og oppnådde betydelige milliardgevinster. Dette salget reflekterte Orklas ønske om å optimalisere porteføljen og fokusere på kjernevirksomheten.

I 2012 ble det gjort store satsinger på å styrke merkevaren innenfor konsumvarer. Orkla kjøpte opp Jordan, og det familieeide Rieber & Søn, som satt på store merkevarer som Toro, K-Salat, og Delecta. Dette selskapet ble slått sammen med Orklas Stabburet som videre endret navn til Orkla Foods.

Orkla har gjennomgått en omfattende utvikling siden starten med gruvedrift for over 350 år siden. Selskapet har tilpasset seg endrede markedsforhold og utviklet seg til en ledende aktør innenfor flere forskjellige bransjer. Orkla har også vist seg å være i stand til å håndtere endringer og kriser på en effektiv måte, noe som har bidratt til å sikre selskapets fortsatte suksess.

I dag er Orklas hovedsatsing på merkevarer. Konsernet driver også med investeringer i eiendom, energi og annen finansiell virksomhet. Hovedvirksomheten er i Norden, Baltikum og deler av sentral Europa. Fra årsrapporten 2021 ser vi at 26% av inntektene kommer fra Norge, 41% fra Norden ekskl. Norge, 24% øvrige Europa og 4% fra Baltikum. Orkla har også 5% av salgsinntektene fra øvrige deler av verden, spesielt fra virksomheten i India. (Orkla 2021)

Ledende posisjoner i utvalgte markeder

Ledende leverandør av merkevarer og konseptløsninger

Orkla er et ledende merkevarereselskap i Norden, Baltikum og utvalgte markeder i Sentral-Europa og India.

Unik kunde- og forbrukerinnsett

Orkla er kjent for merkevarer med #1- eller sterke #2-posisjoner.

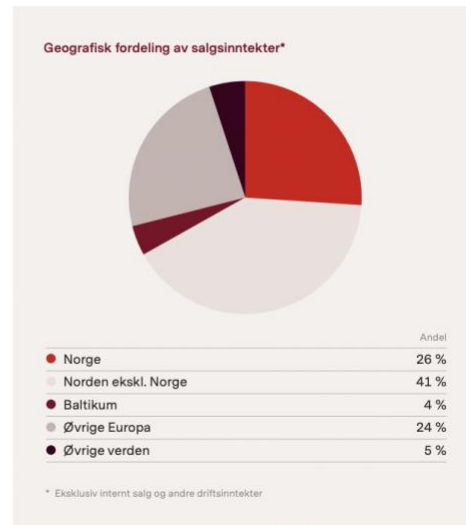
Orklas produkter selges i over 100 land.

Orklas ti største kategorier

- Snacks
- Ferdigretter
- Godteri
- Sauser og smakstilsetninger
- Personlig pleie
- Kosttilskudd og Omega-3
- Pålegg
- Pizza
- Vask og rengjøring
- Kjeks

Nøkkeltall

Driftsinntekter 50,4 mrd. kroner	EBIT (adj.) margin 12,2 %	Antall ansatte 21 423
EBIT (adj.) 6,1 mrd. kroner	Resultat pr. aksje 4,82	



Figur 1: Orklas Geografiske fordeling av salgsinntekter (Kilde: Orkla, 2022)

2.3 Visjon, strategi og mål

Orkla sine verdier, visjon og forretningsidé er å «være din venn hver dag». Denne visjonen støttes av verdiene «modig», «til å stole på» og «inspirerende». Forretningsideen er å gjøre hver dag bedre med lokale, bærekraftige merkevarer som skaper samhold og glede. (Orkla 2021)

«Bærekraftig, langsiktig verdiskapning er førsteprioritet for Orkla» (Orkla, 2021)

Ved å styrke sin markedsposisjon som ledende leverandør av merkevarer i Norge, Norden og Baltikum vil Orkla oppnå en langsiktig og lønnsom vekst noe som vil føre til en bærekraftig verdiskapning. Orkla ønsker å gjøre hverdagen enklere med lokale varer. Dette skaper lokale verdier både hos konsumentene og ikke minst Orkla sine lokale interessenter. Den lokale satsingen skiller dem ut fra sine konkurrenter, noe som gir dem et markedsmessig konkurransefortrinn.

Bærekraft kan ses på flere områder. Orklas bærekraftstrategi strekker seg over flere områder, med spesiell vekt på produksjon og forbruk, samt økonomisk bærekraft. En

sentral del av strategien er å fremme bruken av plantebaserte produkter, investere i helseinnovasjon og kontinuerlig fornyelse av kompetanse. Disse tiltakene er avgjørende for at Orkla skal kunne operere på en mest mulig bærekraftig måte.

Ifølge årsrapporten er Orklas finansielle mål å ha en «langsikt organisk vekst, minimum i tråd med markedsveksten» (Orkla, 2022)

2.4 Ledelse

Etter varslingen om at Orkla skal omdannes til et Industrielt investeringsselskap har det blitt gjort store endringer i ledelsen. Det ble 26. oktober 2022 besluttet å gjøre endringer i Orklas konsernstruktur og ledergruppe. Den nye ledergruppen består av ni Executive Vice Presidents («EVP»), hvorav fem tilhører investeringsteamet og fire leder hver sin konsernfunksjon. (Orkla, 2023) Dette for å øke effektiviteten, kutte byråkratiet slik at avgjørelsene kan tas mer lokalt.

Konsernledelsen i Orkla består av 11 personer hvorav 5 er kvinner. Styreleder er hovedaksjonær Stein Erik Hagen, han har sittet i som styreleder siden 2006. Fra april 2022 er det Nils K. Selte som er konsernsjef. Selte var tidligere adm. Direktør i investeringsselskapet Canica og gikk inn i stillingen etter Jan Ivar Semlitsch.

2.5 Kursutvikling og Eierforhold

Ved utgangen av 2022 var antall utestående aksjer for Orkla 997.143.990, hvorav Orkla selv eide 4.286.980 av disse aksjene. Antall aksjonærer var 51.062, en økning fra 49.579 ved utgangen av 2021. Andelen av utenlandske aksjonærer hadde økt med 2 prosentpoeng til 49 prosent. Den største aksjonæren er Stein Erik Hagens investeringsselskap Canica som sitter på ca. 20% eierandel.

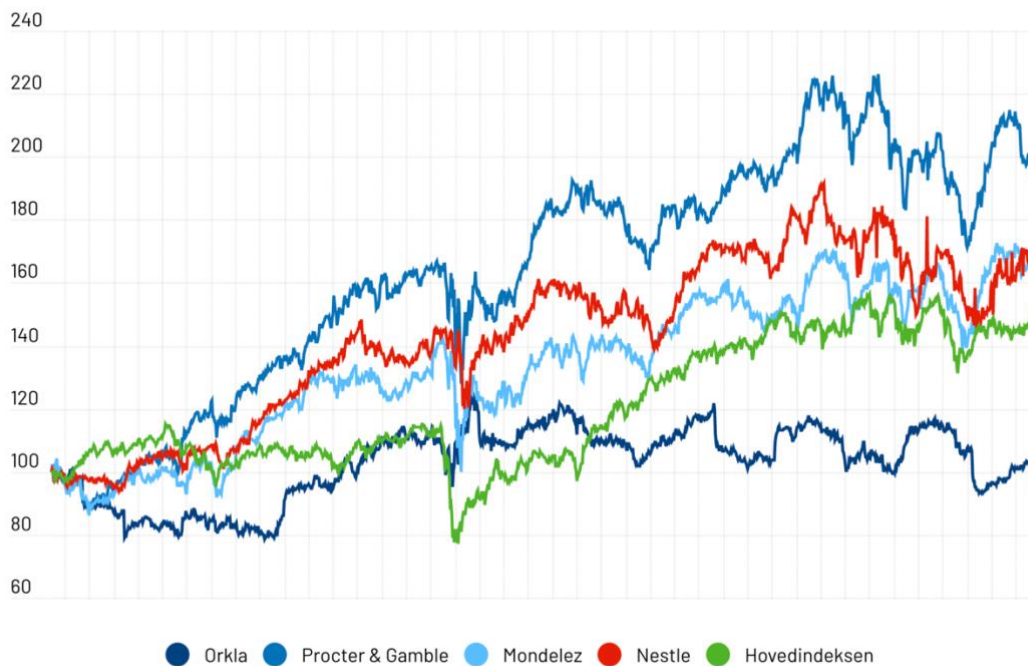
De 20 største aksjonærene pr. 31.12.2022¹

Aksjonærer		Antall aksjer	Eierandel av kapital ²	
1	Canica AS	200 236 000	19,99 %	
2	Folketrygdfondet	65 852 684	6,58 %	
3	Twist 5 AS	50 050 000	5,00 %	
4	State Street Bank and Trust Comp	Nominee	40 565 125	4,05 %
5	JPMorgan Chase Bank, N.A., London	Nominee	39 719 484	3,97 %
6	State Street Bank and Trust Comp	Nominee	20 341 223	2,03 %
7	RBC Investor Services Trust	Nominee	16 250 915	1,62 %
8	JPMorgan Chase Bank, N.A., London	Nominee	15 311 380	1,53 %
9	State Street Bank and Trust Comp	Nominee	12 875 278	1,29 %
10	State Street Bank and Trust Comp	Nominee	8 998 164	0,90 %
11	Verdipapirfondet KLP Aksje Norge		8 145 724	0,81 %
12	The Bank of New York Mellon	Nominee	7 535 375	0,75 %
13	Verdipapirfondet DNB AM Norske Aksjer		7 367 292	0,74 %
14	State Street Bank and Trust Comp	Nominee	6 796 642	0,68 %
15	The Bank of New York Mellon	Nominee	6 709 956	0,67 %
16	Verdipapirfondet DNB Norge		6 463 757	0,65 %
17	Société Générale	Nominee	6 381 989	0,64 %
18	The Bank of New York Mellon SA/NV	Nominee	6 281 768	0,63 %
19	Danske Invest Norske Instit. II		6 149 632	0,61 %
20	The Northern Trust Comp, London Br	Nominee	6 145 508	0,61 %
	Sum aksjer		538 177 896	53,74 %

Figur2: De 20 største aksjonærene til Orkla (Orkla, 2023)

Orkla-aksjen ble priset til 70,94 kroner ved utgangen av siste handelsdag i 2022, en nedgang fra 88,36 kroner ved utgangen av 2021. Hvis man tar hensyn til utbyttet, så hadde Orkla-aksjen en avkastning på -16,5 prosent i 2022, mens Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) hadde en avkastning på -1,0 prosent. (Orkla, 2023)

Orkla vs. sammenlignbare selskaper

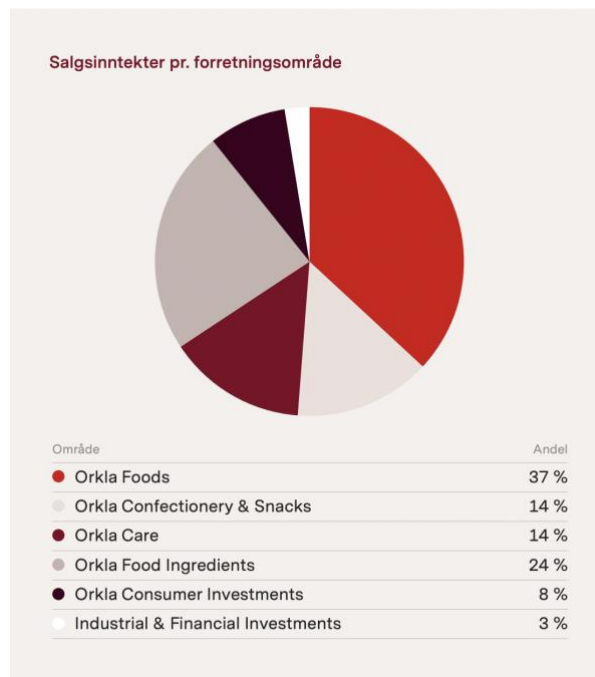


Avkastning siden 23.02.2018, indeksert til 100. Kilde: Infront

Figur 3: Orkla vs. Sammenlignbare Selskaper (Kilde: Bjeregaard, A, 2023)

2.6 Forretningsområder

Orkla ASA er på det norske markedet kjent som en merkevareleverandør. Konsernets merkevarevirksomheter består som tidligere nevnt av Confectionery & snacks, Care, Foods, Food ingredients. Disse fire står for om lag 89% av de totale salgsinntektene. (Orkla 2022. S. 22)



Figur 4: Orklas Salgsinntekter pr. Forretningsområde (Orkla, 2023)

2.6.1 Orkla Foods

Orkla Foods er den største divisjonen og står for 37% av salgsinntektene. Denne divisjonen omfatter kjente lokale merkevarer i Norge, Norden, Sentral-Europa og Baltikum. Orkla Foods har et forretningsområde som strekker seg fra sauser, frossenpizza, brødpålegg til ferdigmat. Orkla Foods Norge har blant annet de norske merkevarefavorittene Grandiosa, Nora, Toro og Stabburet. Orkla Foods har den siste tiden hatt en økning i plantebasert mat og har som mål å innen 2030 være Europaledende innenfor produksjon av alternativ protein (Orkla, 2021). Orkla Foods selger hovedsakelig sine produkter gjennom dagligvarehandel, men de har også en sterk posisjon i HORECA-markedet.

2.6.2 Orkla Confectionery & Snacks

Orkla Confectionery & Snacks står for 14% av Orkla sine totale inntekter. Denne divisjonen er markedsledende innen salg av godteri, kjeks og snacks i Norden, og Baltikum. De har merkevarer som Kims, Nidar og Sætre. I mai 2021 kjøpte Orkla det islandske selskapet Núi Síriús, som er ledende produsent av sjokolade og godteri på Island (Orkla, 2022).

2.6.3 Orkla Food Ingredients

Orkla Food Ingredients som står for 25% av driftsinntektene til Orkla (Orkla, 2023), er den nest største divisjonen for Orkla ASA. De er markedsledende i Norden og Baltikum, og med sine merkevarer som Naturli´ og Mors Hjemmebakte leverer de bakeri og iskremingredienser. Orkla Food ingredients sine inntekter kommer primært fra HORECA-markedet. Dette omfatter alt de kaller for sin «Out of Home channel».

2.6.4 Orkla Care

Orkla Care består av to hovedforretningsområder. Orkla Health og Home & Personal Care. Orkla Care står representert 15% av de totale driftsinntektene. Orkla Home & Personal Care har en ledende posisjon innenfor vaskemidler og personlig pleie, mens Orkla Health her mer fokus på kosttilskudd, vektkontroll og sportsernæring. Orkla Care har forretningsenheter som Orkla House Care, Orkla Wound Care, Pierre Robert Group og Lilleborg. Disse divisjonene har igjen kjente merkevarer som Zalo, Jif, Define, Möllers, Nutrilett og Gymgrossisten.

2.6.5 Orkla Consumer & Financial Investments

Orkla Consumer & Financial Investments består av to hovedområder. Orkla Consumer Invest som er den delen av merkevarer som ikke hører til under noen av de andre inndelingene som Orkla House Care og franchise pizzakjeder som Kotipizza og New York Pizza. Orkla Industrial Invest omfatter investeringene til Orkla utenom deres egne merkevarer, her er blant annet Orkla Eiendom, som driver med eiendomsutvikling og forvaltning. Orkla Industrial Invest har og en 42% eierandel i industribedriften Jotun

2.7 Orkla Industrielt Investeringselskap

I forbindelse med Nils K. Selte sin overtakelse i april 2022 ble det varslet om en endring av selskapsstrukturen i Orkla. I oktober 2022 ble det bekreftet at Orkla ASA går inn for å bli et industrielt investeringselskap.

Orkla ønsker å fokusere på verdiskapingen der pengene tjenes. Med Joint Ventures, salg og oppkjøp av nye selskaper vil Orkla oppnå synergier som vil være lønnsomt for fremtiden. (Finansavisen, 2022). Endringen vil føre til mindre byråkrati og de selvstendige selskapene får mer makt.

I årsrapporten utgitt i mars 2023 kom Orkla med følgende informasjon:

Det etableres 12 selvstendige porteføljeselskap i Orkla med virkning fra 1. mars 2023: Jotun (42,6 % eierandel), Orkla Foods Europe, Orkla Food Ingredients, Orkla Confectionery & Snacks, Orkla Health, Orkla Home and Personal Care, Orkla India, Pizza Out of Home, Orkla House Care, Health and Sports Nutrition Group, Pierre Robert Group og Lilleborg. Orkla skal ha en langsiktig og industriell tilnærming til porteføljeselskapene som aktive eiere samt arbeide gjennom selskapsstyrene. Energivirksomheten Hydro Power og investeringene i Orkla Eiendom vil organiseres under Financial Investments, og det vil etableres tre business service-selskaper som skal sikre at Orkla forsetter å realisere sentrale synergier. (Orkla, 2023)

Ettersom semi-sterk markedseffisiens teoriserer om at aksjemarkedet er priset i henhold til all tilgjengelig informasjon i selskapets aksjekurs, er det forventet at de kommende endringene i Orklas selskapsstruktur og deres retning mot å bli et industrielt investeringsselskap allerede har blitt priset inn i aksjekursen. Derfor har vår nåværende verdsettelse ikke blitt påvirket av denne informasjonen på kort sikt.

Det er verdt å merke seg at umiddelbart etter offentliggjøringen av denne informasjonen, opplevde Orklas aksjekurs en nedgang. Dette kan tolkes som at markedet muligens ikke av forberedt på denne endringen. Imidlertid har aksjekursen siden stabilisert seg, noe som kan indikere at markedet nå anser denne endringen som forventet og priset i aksjen.

Det er og viktig å bemerke seg at selv om markedet antas å være effisient, er det fortsatt rom for ineffektiviteter, spesielt på kort sikt. Derfor kan endringer i markedets reaksjoner på nyheter og informasjon påvirke aksjekursen midlertidig. På lang sikt vil imidlertid markedseffisiensen forventes å virke, og prisen vil tendere mot en verdsettelse som er i tråd med selskapets fundamentale verdier.

2.8 Bransje

2.8.1 Presentasjon av bransjen

Orkla ASA opererer innen Branded Consumer Goods (BCG). Bransjen domineres av få store aktører. Orkla har den desidert sterkeste posisjonen på det Nordiske markedet, og deres merkevarer har enten en nr. 1 eller en sterk nr. 2 posisjon. Ulikt andre konkurrenter er Orkla spesielt vel diversifisert noe som gjør det vanskelig å finne noen direkte selskaper å sammenlikne med. De mest sammenlignbare selskapene er Internasjonale konsern som Nestlé, Unilever, P&G, og Mondelez. Dagligvarekjedenes egne produkter er også i direkte konkurranse med Orkla sine merkevarer.

2.8.2 Konkurrenter

Orkla konkurrerer internasjonalt med flere store merkevareselskap, som Nestlé og Procter & Gamble. Nestlé er det største selskapet i verden innenfor Fast Moving Consumer Goods, og konkurrerer hovedsakelig med Orkla Confectionery & Snacks (Consultancy, 2021) Procter & Gamble er det nest største FMCG-selskapet i verden, og tilbyr sterke merkevarer innen personlig pleie og velvære, som for eksempel Pampers, Gillette og Oral B. Dette gjør dem til direkte konkurrenter med Orkla Care.

Unilever

Unilever er et britisk internasjonalt konsern som omsatte for 60 mrd. EUR i 2022 (Unilever, 2022). De er nokså like Orkla da de har merkevarer innenfor snacks, ferdigmat, og rengjøring. Med merkevarer som Dove, Axe, Vaseline, Lipton og Ben & Jerry's, og rengjøringsmidlene Comfort og Sunsilk (Unilever, 2021)

Deres største internasjonale merkevare er Knorr, og er en direkte konkurrent til Orkla Foods' Toro. På det norske markedet er det Toro som dominerer med en 97% markedsandel på middagssupper (Haugan et al, 2023,04.02), mens Knorr har større markedsandel i resten av Europa.

Unilever har også en merkevare innenfor rengjøring som heter Cif. Denne merkevaren er i direkte konkurranse med Lilleborg sitt Jif. Det har ved flere anledninger vært rettsaker mellom de to partene, tross deres tidligere samarbeid og nåværende leveransesamarbeid. Senest i 2022 forsøkte Cif å innta det norske dagligvaremarkedet, dette endte med rettsak og Cif måtte «tilbakekalle og eksportere alle produkter ut av Norge» (Grihamar, 2022)

Nestlé

Nestlé er en sveitsisk multinasjonal mat- og drikkevareprodusent som ble grunnlagt i 1866. Selskapet er representert i over 190 land, har en omsetning på over \$80 mrd. årlig, og er med det rangert som verdens 47 største selskap i Forbes 2000 Global Companies. (Forbes, 2022) I likhet med Orkla opererer Nestlé med et bredt spekter av produkter innen mange produktkategorier som sjokolade, snacks, frokostblandinger, velværeprодукter, næringsdrikker og kosttilskudd.

Nestlé konkurrerer særlig med Orkla Foods og Confectionary & snacks.

Handelens egne merkevarer

De norske dagligvarekjedene Rema 1000, NorgesGruppen og Coop har alle egne merkevarer (EMV) som konkurrerer med Orkla sine dagligvareprodukter. Dette er merkevarer som Xtra, First Price, Eldorado og Prima. I 2020 stod EMV for 17,4% av den totale omsetningen i dagligvarebransjen. (Lorvik, 2020) EMV ble i begynnelsen lansert som lavprisprodukter, og etableringen av det som kalles for 'prisfigtere' (Flatval, Gunstad, Røtnes, 2022). Noe som gjør det vanskelig for Orkla å konkurrere på pris.

De siste årene har det vært mye diskutert om EMV er konkurransemessig riktig. Dette grunnet maktbalansen fra EMV. Regjeringen varslet senest i desember 2022 at de ønsker en utredning på konsekvensene ved en vertikal integrasjon hos dagligvarekjedene. (Regjeringen, 2022) Dette er positivt for Orkla sine merkevarer, da dette kan bidra til mindre konkurranse fra dagligvarekjedene.

3. Verdssettelsesteori & metodevalg

I dette delkapittelet presenterer vi teori og metode som er relevant for vår verdsettelse av Orkla ASA. Vi vil gjennomgå ulike verdsettelsesmetoder og evaluere deres styrker og svakheter. Dette gjør vi for å skape en bedre oversikt av teorien som skal brukes, og forståelse for hva de ulike modellene tar for seg.

3.1 Fundamental Verdssettelse

Fundamental verdsettelse er verdsettelsesmetoden basert på en diskontert fri kontantstrøm (DCF). Metoden beregner fremtidige kontantstrømmer, for å diskontere disse tilbake til en nåverdi (NPV) ved hjelp av en diskonteringsfaktor. Den tallverdien man vil sitte igjen med, speiler verdien av eiendelene til selskapet basert på forventet vekst i kontantstrøm sammen med risikoen forbundet med den aktuelle perioden.

$$\text{Nåverdi} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Formel 1: Nåverdi

n = Eiendelens levetid

CF = Kontantstrøm i periode t

r = Avkastningskrav basert på risiko

(Damadoran, Investment Valuation, 2012, s. 12).

3.1.1 Egenkapitalmodellen

Denne brukes for å estimere verdien av investering i selskapers egenkapital. Avgjørende faktorer er å se på tallene som har relevans for eierne av egenkapitalen.

Egenkapitalmetoden så bruker vi avkastningskravet til egenkapitalen og

Kontantstrømmene til egenkapitalen.

3.1.1.1 Kontantstrøm til egenkapitalen

Formålet med å utlede kontantstrømmene er å beregne overskuddet som tilfaller egenkapitalinvestorer. Prosessen for å utlede kontantstrømmene er illustrert i tabellen nedenfor.

Egenkapitalmetoden	
	Årsresultat
+	Avskrivninger
-	Investeringer
+/-	Endring i arbeidskapital
+/-	Endring i Gjeld
=	Kontantstrøm til Egenkapitalen

Formel 2: FCFE

Tabellen viser at prosessen begynner med å analysere årsresultatet til selskapet. Avskrivninger legges deretter til, da dette er en regnskapsmessig kostnad som positivt påvirker kontantstrømmen jo større den er. Investeringer trekkes fra, da dette er netto kapitalutgifter i den aktuelle perioden. Justering for arbeidskapital er avhengig av om det har vært en reduksjon eller økning i perioden. Hvis det har vært en reduksjon, legges det til, og omvendt, ettersom denne posten binder opp kapital. Arbeidskapital kan variere betydelig fra år til år, og derfor kan den ofte anslås som en gitt prosentandel av omsetningen. Alternativt kan den behandles som en konstant. Til slutt justeres kontantstrømmen for endring i gjeld. (Damadoran, Investment Valuation, 2012, s. 13).

3.1.1.2 Risikofri rente

I total kapitalmodellen som senere blir forklart, representerer risikofri rente den avkastningen som en investor kan oppnå uten å være eksponert for risiko. En risikofri eiendel er definert som en eiendel der den forventede avkastningen er lik den faktiske avkastningen og det ikke er noen misligholdsrisiko. Vanligvis benyttes statsobligasjoner for å beregne risikofri rente i verdsettelse. Misligholdsrisiko knyttet til statsobligasjoner varierer fra land til land, og det er flere faktorer som bidrar til at denne risikoen er ofte lav i mange land. I tillegg til å eliminere misligholdsrisiko, innebærer risikofri rente også fravær

av reinvesteringsrisiko. Null-kupong statsobligasjoner er vanligvis ansett som risikofrie eiendeler i beregningen av risikofri rente, fordi hele avkastningen utbetales ved utløp i motsetning til kupongrenter som betales ut med faste intervaller.

Det er viktig å ta hensyn til en rekke faktorer ved valg av risikofri rente i verdsettelsen, inkludert tidshorisont, valuta og om verdsettelsen gjøres i nominelle eller reelle terminer. Disse faktorene vil kunne påvirke valg av risikofri rente og dermed verdsettelsesresultatet. (Damodaran, s. 82-85).

3.1.1.3 Beta

I finansiell teori er alle verdipapirer på en gitt børs eksponert mot et felles risikomoment kjent som systematisk risiko, som ikke kan diversifiseres og gjelder for alle verdipapirer. Grad av eksponering varierer fra selskap til selskap, og graden av eksponering fanges opp av beta (β). Beta er et mål på sensitiviteten et verdipapir har for svingninger i det overordnede markedet (Brealey R. M., 2019). I praksis beregnes beta ved å sammenligne verdipapirets avkastning med en vel diversifisert portefølje, ofte en markedsindeks, hvor markedsindeksen settes til en referanseverdi på 1. Verdipapirets beta vil være 1 ved samme eksponering mot systematisk risiko, lavere enn 1 ved mindre eksponering, og høyere enn 1 ved høyere eksponering.

I kapitalverdimodellen spiller beta en avgjørende rolle i beregningen av avkastningskravet, hvor beta multipliseres med differansen mellom forventet avkastning og risikofri rente. Det finnes flere tilnærminger som kan benyttes for å beregne beta, og Damodaran presenterer tre ulike metoder, hvorav to vil bli utledet videre; historisk og fundamental beta.

3.1.1.4 Historisk beta

Den konvensjonelle metoden for å beregne beta på en investering er å gjennomføre en regresjonsanalyse, hvor verdipapirets avkastning sammenlignes med avkastningen til en markedsindeks i samme periode (Damodaran, 2012, s. 183-184). For å oppnå et så presist beta-estimat som mulig i en regresjonsanalyse, foretrekkes det å sammenligne verdipapiret med en markedsportefølje som inkluderer alle eiendeler i det aktuelle benyttes aksjeindekser som en representasjon av markedsporteføljen, ettersom det ikke finnes en

eksisterende markedsportefølje (Damodaran, 2012) markedet. I praksis er regresjonsanalyse for beregning av beta basert på teorien om at verdipapirer er eksponert for en felles risiko, som ikke kan diversifiseres. Denne risikoen er kjent som systematisk risiko, og graden av eksponeringen varierer fra selskap til selskap. Beta er et mål på sensitiviteten til verdipapiret for svingninger i det overordnede markedet (Brealy, Myers, & Marcus, 2012, s. 364).

Det er viktig å merke seg at valg av referanseindeks kan påvirke beta-estimatet. Det er derfor vanlig praksis å velge en bred markedsindeks som representerer det aktuelle markedet. En bredere indeks vil gi en bedre representasjon av det aktuelle markedet, og dermed gi en mer nøyaktig beregning av beta-estimatet (Damodaran, 2012)

$$R_j = a + bR_m$$

Formel 3: Historisk beta

R_j = Avkastning aksje

a = Skjæringspunkt regresjon

R_m = Avkastning indeks

b = Helning regresjon = β

3.1.1.5 Fundamental Beta

Damodaran har presentert en annen tilnærming for å beregne beta, kalt fundamental beta. Denne metoden tar hensyn til selskapets fundamentale faktorer som påvirker betaen. Hensikten med denne metoden er å estimere selskapets eksponering mot systematisk risiko. Fundamental beta kan beregnes ved bruk av «bottom- Up Betas», som tar utgangspunkt i betafaktorer for sammenlignbare selskaper i samme bransje, og deretter justerer for forskjeller i virksomhetsområder, kostnadsstruktur og finansieringsstruktur (Damodaran, Investment Valuation, 2012, s.197)

Det er viktig å merke seg at fundamental beta-metoden kan være mer nøyaktig enn markedsbeta-metoden, grunnet den tar hensyn til selskapets spesifikke forhold, men dette krever også mer innsikt i selskapet og bransjen det opererer i.

$$\text{Unlevered } \beta_i = \beta_i / [1 + (1 - t) * (\text{Gjeld}/\text{EK})]$$

Formel 4: Unlevered beta for sammenlignbare selskap

$$\beta_{\text{levered}} = \beta_{\text{unlevered}} \left[1 + (1 - t) * \left(\frac{\text{Gjeld}}{\text{EK}} \right) \right]$$

Formel 5: Selskapspesesifikk beta

3.1.1.6 Egenkapitalens risikopremie

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

Formel 6: Egenkapital risikopremie

Dette leddet representerer den ikke diversifiserbare risikoen som finnes i markedet, og er en sentral faktor i å beregne avkastningskravet for investorer som vurderer å investere i aksjemarkedet. For å finne risikopremien, trekkes den risikofrie renten fra den forventede avkastningen markedet har. Dette er påslaget for risiko som vel-diversifiserte investorer krever for å investere i risikobelagte investeringer i aksjemarkedet, foran det å investere i obligasjoner.

En vanlig tilnærming for å beregne risikopremien i aksjemarkedet er å se på historisk avkastning. Det finnes to ulike måter å bregne historisk avkastning på, enten ved å benytte geometrisk eller aritmetisk gjennomsnitt. Geometrisk gjennomsnitt tar hensyn til renters rente effekten, mens empiriske undersøkelser viser at aritmetisk gjennomsnitt gir en noe høyere risikopremie. Videre er det viktig å vurdere tidsintervallet man benytter i analysen, og hvilken risikofri eiendel som skal benyttes.

Det er imidlertid utfordringer knyttet til å beregne risikopremien ved denne metoden. Metoden fungerer dårlig i markeder med lite historisk data, og i markeder med høy volatilitet. I markeder der noen få store aktører dominerer, vil risikopremien som man får fra en historisk beregning ofte ikke gjenspeile den reelle markedsrisikopremien.

3.1.2 Totalkapitalmodellen

Totalkapitalmetoden, også kjent som verdsettelse av bedriftens totale kapital (Enterprise value), gir en estimert verdi på selskapets totale kapital, inkludert både egenkapital og gjeld. Metoden er i stor grad lik som egenkapitalmetoden, men forskjellen ligger i beregningen av variablene og faktorene som inngår i beregningene. Totalkapitalmetoden tar hensyn til både egenkapital og gjeld, og dermed blir det tatt hensyn til alle interessenter i selskapet, inkludert kreditorer.

3.1.2.1 Kontantstrøm til total kapitalen (FCFF)

Kontantstrømmen til total kapitalen er en finansiell indikator som gir informasjon om hvorvidt et selskap tjener penger på sin operative virksomhet. Denne indikatoren gir en klar oversikt over selskapets evne til å generere kontanter til å betale forpliktelser til både aksjonærer og kreditorer. Kontantstrømmen til total kapitalen kan defineres som en finansiell indikator som måler den totale kontantstrømmen fra selskapets operative virksomhet og investeringsaktiviteter. Indikatoren tar hensyn til alle kontantstrømmene, både in- og utgående, og den inkluderer også investeringer i selskapets eiendeler og endringer i arbeidskapitalen.

Totalkapitalmetoden	
	Driftsresultat (EBIT)
-	Skatt
+	Avskrivninger
+/-	Investeringer
+/-	Endring i arbeidskapital
=	Kontantstrøm Total kapitalen

Formel 7: Kontantstrøm total kapitalen

3.1.2.2 Avkastningskrav til total kapitalen (WACC)

Beregningen av avkastningskrav til total kapitalen benytter WACC (Weighted Average Cost of Capital), som tar et vektet gjennomsnitt av avkastningskravet til de ulike delene av et selskap, inkludert egenkapital og gjeldskostanden. WACC brukes for å beregne den samlede kostnaden for å innhente kapital for selskapet, også kjent som total kapital kostnaden (Damodaran, 2012). Gjeldskostnaden bestemmes av tre faktorer:

risikofri rente, selskapets spesifikke påslag for mislighold, og skattefordeler forbundet med gjeld (Damodaran, 2012). Investment valuation beskriver en metode for å beregne gjeldskostnadene ved å vurdere rentekostnaden selskapet betaler på sin gjeld (Damodaran, 2012). For å beregne WACC bruker vi denne formelen illustrert under.

$$WACC = \text{Avkastingskrav EK} * \left[\frac{EK}{(Gjeld + EK)} \right] + \text{Gjeldskostnad} * \left[\frac{Gjeld}{(Gjeld + EK)} \right]$$

Formel 8: WACC (Weighted Average Cost of Capital)

Vekst

En essensiell faktor ved å verdsette et selskap er å estimere den forventede veksten i selskapets fremtidige kontantstrømmer. Verdien til et selskap beregnes ved å ta nåverdien av fremtidige kontantstrømmer, og dermed vil den forventede veksten i selskapets kontantstrømmer ha en betydelig påvirkning på dets totale verdi. Selv om et selskap kan ha negative resultater for øyeblikket, kan det likevel være verdt betydelige beløp dersom det forventet å vokse i fremtiden. Damodaran presenterer tre ulike metoder for å beregne veksten i et selskap, dette blir presentert under.

3.1.2.3 Historisk vekst

En vanlig metode for å beregne veksten til et selskap er å basere seg på historisk vekst. Fordelen ved å bruke denne metoden er dataen som skal benyttes er lett tilgjengelig. Imidlertid har denne metoden en svakhet som er knyttet til at selskapene stadig er i endring. Ved å basere seg på historisk vekst, antar man at fortiden er representativ for fremtiden og at selskapets forutsetninger vil forbli uendret. Videre er tilgangen på historiske data en nødvendig forutsetning for å bruke denne metoden. Andre faktorer som kan føre til unøyaktighet vekstberegninger inkluderer selskapets størrelse og volatiliteten i sektoren de opererer i.

Innen historisk vekst finnes det ulike tilnærminger for beregning av gjennomsnittlig vekst, og geometrisk tilnærming anses som den foretrukne metoden (Damodaran, 2012, s.279).

$$\text{Geometrisk gjennomsnitt} = \left[\frac{\text{Overskudd}_0}{\text{Overskudd}_{-n}} \right]^{\left(\frac{1}{n}\right)} - 1$$

Formel 9: Geometrisk gjennomsnitt

Vi bruker overskuddet fra siste observasjon, som vi deler videre på den første observasjonen, slik at vi fanger opp rentenes renter effekt. En alternativ tilnærming for å predikere fremtidig vekst er å anvende Box-jenkins-modellen som tar utgangspunkt i historisk overskuddsvekst.

3.1.2.4 Fundamental vekst

En metode for å beregne veksten til et selskap er å identifisere faktorene som fører til vekst. Det er også viktig å skille mellom inntjening til egenkapitalen og inntjening til totalkapitalen. Inntjeningen til egenkapitalen beregnes ved å først vurdere nettoinntektene til selskapet. Veksten bestemmes deretter basert på graden av tilbakeholdning av nettoinntektene og egenkapitalrentabiliteten (ROE) (Damadoran, 2012, s.285)

Ved å vurdere inntjeningen til egenkapitalen, kan man identifisere selskapets evne til å generere fortjeneste basert på den investerte egenkapitalen. Tilbakeholdningsgraden av nettoinntektene referer til mengden av nettoinntektene som selskapet beholder og ikke utbetaler som utbytte. Jo høyere tilbakeholdningsgraden er, desto større andel av fortjenesten kan benyttes til å investere i selskapet og støtte videre vekst

Egenkapitalrentabiliteten (ROE) beregnes som nettoinntektene dividert med gjennomsnittlig egenkapital., og gir et mål på selskapets evne til å generere avkastning på egenkapitalen.

$$\text{Vekstrate}_t = \text{tilbakeholdningsgrad av nettoinntekter}_{t-1} * \text{ROE}$$

Formel 10: Vekstrate i nettoinntekter

Her bruker vi totalkapitalrentabiliteten (ROC), og driftsresultatet (EBIT) øker i beregning av vekst i totalkapitalinntjening.

$$Vekstrate_t = reinvesteringsrate_{t-1} * ROC$$

Formel 11: Vekstrate i driftsresultat

3.1.2.5 Terminalverdi

Terminal verdi brukes i verdsettelse for å beregne verdien av et selskap som strekker seg utover de estimerte kontantstrømmene (Damodaran, 2012, s. 306). Siden det er vanskelig å estimere kontantstrømmer for lengre perioder frem i tid, blir terminalverdi brukt til å uttrykke verdien av alle fremtidige kontantstrømmer for selskapet. Forskjellige metoder kan brukes for å estimere terminalverdien til et selskap. De to metodene presentert i Damodaran er verdien av et selskap hvis det selger eiendelene sine eller hvis selskapet oppnår stabil vekst i fremtiden. (Damodaran, 2012, s. 306)

Hvis det antas at selskapet vil gå konkurs, kan likvideringsverdien av selskapet brukes, som er alle verdiene selskapet innehar på et bestemt tidspunkt. Hvis det forventes at selskapet vil oppnå stabil vekst som vil vare evig, kan en terminalverdi estimeres (Damodaran, 2012.s.306). Terminalverdien beregnes med hensyn til den siste kontantstrømmen i analysen, avkastningskravet fra den sisteperioden selskapet ble verdsatt og den langsiktige veksten som er forventet for selskapet (Damodaran, 2012, s.306).

$$Terminalverdi_t = \frac{CF_{t+1}}{r - v}$$

Formel 12: Terminal verdi

r = avkastningskrav

v = stabil vekstrate

t = år

3.2 Komparativ verdsettelse

En metode for verdsettelse av eiendeler er komparativ verdsettelse, som benyttes av meglere og analytikere for å sammenligne en eiendel basert på hvordan lignende eiendeler

er priset i markedet. Denne metoden består av to hovedkomponenter, og kan være et nyttig supplement til fundamental verdsettelse. Den første komponenten innebærer standardisering av priser for å kunne sammenligne på tvers av selskaper, som ofte gjøres ved utforming av multipler. Den andre komponenten omfatter valg av komparative selskaper, som kan være en utfordring ettersom ingen selskaper er identiske. Det er derfor viktig å finne mest mulig like selskaper og kontrollere for eventuelle forskjeller.

En av fordelene med komparativ verdsettelse er at den krever færre antagelser enn andre verdsettelse metoder, og resultater er enklere å forstå. Dette gjør den også egnet til å presentere til individer uten kjennskap til verdsettelsesteori. Imidlertid er det mulige fallgruver ved å benytte denne metoden. Markedet kan være feilpriset, og en komparativ verdsettelse reflekterer prisene i markedet. I tillegg kan den enkle strukturen føre til manipulasjon av resultatet fra en verdsettelse ved bruk av denne metoden. (Damodaran, 2012, s.453).

3.2.1 Multipler

3.2.1.1 Price-to-book (P/BV)

Price to Book metoden er en multiplikator som kan brukes til å evaluere et selskaps evne til å skape fysisk verdi. Metoden viser forholdet mellom markedsverdien av et selskap og dets bokførte verdi. Bokført verdi beregnes ved å trekke all langsiktig og kortsiktig gjeld fra anleggsmidler og omløpsmidler. Price to-book er spesielt egnet for store selskaper som driver med produksjon og salg av fysiske varer, men mindre egnet for selskaper som driver med forskning og utvikling uten betydelige verdier knyttet opp mot fysiske eiendeler. En fordel med Price to book metoden er at den kan brukes selv om selskapets resultat er negativt. Dette skiller den fra P/E multiplikatoren, som ikke kan brukes i slike tilfeller. (Damodaran, 2012).

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

Formel 13: Price-to-book (P/BV)

3.2.1.2 Price-earnings (P/E)

Price-Earnings (P/E) er en av de mest brukte multiplene i en komparativ verdsettelse. Denne multiplenen brukes til å vurdere forholdet mellom markedsverdi av egenkapitalen og resultatet en bestemt periode. Det finnes ulike metoder for å beregne dette forholdstallet, inkludert historisk, nåværende eller fremtidig forventet resultat. Verdien som beregnes kan også variere avhengig av hvilken type selskap som analyseres. For eksempel vil et selskap i høyvekstperiode ha en høyere multiplenum enn et selskap som er ferdig med sin høyvekstperiode.

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

Formel 14: Price-earnings (P/E)

Størrelsen på multiplenen som selskapene får avhenger av to faktorer. Den første faktoren gjelder volatiliteten i resultater fra periode til periode. Den beregningsmetoden som benyttes, vil derfor være avgjørende for verdien som beregnes. Den andre faktoren er knyttet til det faktum at høyvekstselskaper ofte har flere utestående ansattopsjoner, noe som kan føre til regnskapsmessige forskjeller som påvirker P/E-verdien. Svakheter med denne multiple er at dersom et selskap har et negativt resultat vil denne verdien være betydningsløs. (Damadoran, 2012)

3.2.1.3 Price-to-sales (P/S)

Price – to – Sales multiplikatoren er forholdstall som viser forholdet mellom markedsverdi av egenkapitalen og selskapets inntekter. En lav inntektsmultiplikator indikerer at et selskap er billig, mens en høy multiplikator tilsier at selskapet er dyrt priset. P/S multiplikatoren kan brukes på alle selskap med inntekter, men det er viktig å merke seg at selskaper kan ha store inntekter uten å genere overskudd.

$$PS = \frac{\text{Markedsverdi EK}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Formel 15: Price-to-sales (P/S)

Til forskjell fra andre multiplikatorer som P/E, kan P/S multiplikatoren benyttes på alle selskap uavhengig av størrelse, og de er svært vanskelige å manipulere, ettersom inntekter ikke kan justeres regnskapsmessig (Damodaran, 2012, s. 542). Inntektsmultiplikatorer kan dermed gi en mer pålitelig vurdering av et selskaps verdsettelse.

Imidlertid kan det være ulemper knyttet til å fokusere på inntekt som en viktig faktor i selskapsverdsettelse. En tendens kan oppstå der fokuset blir på selskaper som generer størst inntekter, selv om de ikke nødvendigvis har overskudd. Dette kan føre til en overvurdering av selskapene, og kan gi et misvisende bilde av selskapenes faktiske verdi.

3.2.1.4 Enterprise value-to-EBITDA (EV/EBITDA)

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Enterprise Value}}{EBITDA}$$

Formel 16: EV/EBITDA multipl

$$EV = \text{Markedsverdi EK} + \text{netto rentebærende gjeld} - \text{kotanter}$$

Formel 17: Enterprise value

Ifølge Damodaran (2012) beregnes multiplen «enterprise Value to EBITDA» ved å dele børsverdien av et selskaps egenkapital pluss netto rentebærende gjeld med selskapets EBITDA. Det er flere fordeler med å bruke denne multiplen. For det første har få selskaper negativ EBITDA, noe som gjør at denne multiplen kan brukes på de fleste selskaper. For det andre påvirker ikke regnskapspraksis multiplen siden EBITDA beregnes før avskrivninger og nedskrivninger.

En tredje fordel med multipl EV/EBITDA er at den egner seg til å sammenligne selskaper med ulike kostnadsstrukturer. Dette gjør den til en nyttig ratio for kapitalintensive næringer som krever betydelige investeringer i infrastruktur. En utfordring med å bruke denne multiplen oppstår imidlertid når et børsnotert selskap har en minoritetsandel i et annet selskap. I dette tilfellet vil eierandelen ikke bli reflektert i «Enterprise value», men det vil påvirke inntektene og påvirker verdien av egenkapitalen. Omvendt, hvis et selskap har en majoritetsandel i et annet selskap, vil multiplen være

lavere siden EBITDA vil vise 100%, men telleren vil gjenspeile den faktiske eierandelen (Damodaran, 2012, s.501).

3.3 Dividendemodellen

Metoden legger til grunn at verdien av en aksje kan beregnes ut fra nåverdien av fremtidige utbytter. Dividendemetoden har dermed som formål å gi en estimert verdi på selskapets aksje basert på hvor mye utbytte investorene kan forvente å motta fra selskapet i fremtiden. For å kunne benytte dividendemetoden, er man avhengig av informasjon om selskapets nåværende og fortidige utbyttebetaling. Her er det viktig å merke seg at utbyttebetaling kan variere fra år til år og kan påvirkes av en rekke faktorer, som for eksempel selskapets inntjening, investeringsplaner og likviditetssituasjon.

For å beregne verdien av aksjen ved hjelp av dividendemetoden, tar man utgangspunkt i det siste års utbyttebetaling. Dette beløpet multipliseres med en faktor, som kan variere avhengig av hvilken tilnærming man velger å benytte. En vanlig tilnærming er å benytte en såkalt diskonteringsfaktor, som tar hensyn til faktorer som risiko og forventet avkastning.

Vanlig formel å bruke er:

$$\text{Verdi av aksje} = \frac{(\text{Nåverdi av fremtidige utbytter} + \text{nåverdi av salgsprisen på aksjen})}{\text{antall utestående aksjer}}$$

En av svakhetene ved dividendemetoden er at den tar ikke hensyn til faktorer som selskapets vekstpotensial eller fremtidige inntjeningsevne. Det kan dermed føre til undervurdering av selskapets reelle verdi hvis selskapet eksempelvis har en høy vekstrate eller nylig gjort store investeringer som vil øke inntjeningen i fremtiden.

3.4 Metode

3.4.1 Valg av metode

Når man skal velge forskningsmetode for å redegjøre for en problemstilling, er det to metoder som er spesielt sentrale: kvantitativ og kvalitativ metode. Kvalitativ metode går ut på å samle inn, bearbeide og analysere forskjellige observasjoner og/eller kilder for å gi en systematisk beskrivelse av menneskelige erfaringer og fenomener. Kvalitativ forskning kan

innebære ulike datainnsamlinger, som intervjuer, observasjoner eller analyse av dokumenter.

Kvantitativ metode handler derimot om å bruke mer målbare størrelser, som tall og statistikk, som tolkningsmateriale for å gi et svar på problemstillingen. Denne metoden bruker ofte spørreskjemaer eller eksperimenter for å samle inn data, og deretter analyserer dataene ved hjelp av statistiske metoder.

Både kvalitativ og kvantitativ forskning har fordeler og ulemper avhengig av problemstillingen og forskningsområdet. Kvalitativ forskning gir ofte en dypere forståelse av fenomener og deltakernes perspektiver, mens kvantitativ forskning gir mer objektive og målbare resultater som kan generaliseres til en større populasjon.

Det er viktig å velge riktig metode for å besvare forskningsspørsmålet på en best mulig måte. Forskeren bør også være klar over begrensningene ved valgt metode, og vurdere om det er hensiktsmessig å bruke en kombinasjon av kvalitative og kvantitative metoder for å få en mer helhetlig forståelse av fenomenet.

3.4.2 Datainnsamling

Vi har i denne oppgaven valgt å benytte oss av kvantitative data, da dette er mer objektive data som kan bidra til en mer presis verdsettelse av Orkla ASA. Det finnes to ulike data man kan anvende her, nemlig primær og sekundærdata.

Primærdata refererer til data som samles inn for første gang for et spesifikt forskningsformål eller undersøkelse. Disse dataene kan samles inn gjennom forskjellige metoder, som spørreundersøkelser, intervjuer, observasjoner og eksperimenter.

Sekundærdata, derimot, er data som allerede er samlet inn og publisert av andre kilder eller forskere. Disse dataene kan omfatte publiserte rapporter, tidsskriftsartikler, offentlige registre og databaser, og annen eksisterende informasjon. Sekundærdata kan være nyttige når det er nødvendig å samle informasjon om et emne eller en gruppe som allerede har blitt studert. I denne oppgaven bruker vi sekundærdata.

3.4.3 Validitet og rentabilitet

Vi ønsker i denne oppgaven å benytte oss av grundig og pålitelig data. Validitet refererer til evnen til at datagrunnlaget adresserer spesifikke problemstillinger som defineres.

Påliteligheten til en undersøkelse angår hvor troverdig datainnsamlingen er. Vi anser våre data som svært nøyaktige og pålitelige da store deler av verdsettelsen blir basert på data fra Orkla sine årsrapporter.

Fordelen med kvantitativ metode er at det gir en høy grad av nøyaktighet og pålitelighet, og resultatene kan generaliseres til en større populasjon. Det gjør det også enklere å sammenligne data på tvers av ulike grupper eller tidspunkter. Imidlertid kan kvantitativ forskning være begrenset når det gjelder å forklare komplekse fenomener eller forstå individers perspektiver og erfaringer.

4. Strategisk Analyse

Introduksjon

I denne delen av oppgaven vil vi utføre en strategisk analyse av Orkla ved å undersøke både interne og eksterne strategier. Vi vil benytte oss av analytiske verktøy som SWOT, PESTEL, VRIO-analyse og Porters femkraftsmodell, dette for å identifisere Orklas strategiske posisjon i markedet og identifisere de viktigste faktorene å vurdere i fremtiden.

Strategisk analyse er en viktig del av enhver organisasjons planleggingsprosess og involverer en grundig undersøkelse av både interne og eksterne faktorer som påvirker organisasjonens suksess. Dette gjøres i en verdsettelsesoppgave fordi den kan gi et innblikk i hvordan det går med selskapet, og hvordan deres fremtidige inntjening kommer til å se ut.

Gjennom vår analyse vil vi prøve å identifisere blant annet Orklas styrker, svakheter, muligheter og trusler, samt vurdere organisasjonens evne til å utnytte ressurser og muligheter og respondere på trusler og utfordringer.

Analyseprosessen vil gi oss innsikt i hva som kreves for å sikre Orklas langsiktige inntjening og hvordan organisasjonen kan tilpasse seg fremtidige endringer i markedet.

4.1. Ekstern Analyse

4.1.1 PESTEL

PESTEL-analyse er et strategisk verktøy som brukes til å vurdere de makroøkonomiske faktorene som kan påvirke en organisasjons suksess og lønnsomhet. PESTEL står for politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske og juridiske forhold.

Politiske faktorer inkluderer lover, reguleringer og politiske risikoer som kan påvirke en organisasjon. Økonomiske faktorer inkluderer økonomisk vekst, inflasjon og valutakurser. Sosiale faktorer inkluderer demografi, livsstil og kulturelle trender. Teknologiske faktorer tar for seg innovasjon, automatisering og digitalisering. De lovmessige faktorene inkluderer lover og forskrifter som påvirker organisasjonens drift.

PESTEL-analysen er en viktig metode for å vurdere de makroøkonomiske omgivelsene for en organisasjon og hjelper organisasjonene til å identifisere muligheter og trusler på en systematisk måte. Det gir en grundig forståelse av det større økonomiske miljøet som organisasjonen opererer i, og gir en solid plattform for å utvikle strategier for å håndtere de ulike faktorene som påvirker organisasjonen. Ved å bruke PESTEL-analysen kan man ta beslutninger basert på fakta og redusere risikoen for feilbeslutninger.

Politiske forhold

Politiske forhold er det som legger til grunn påvirkningskraften fra reguleringer og lovendringer. Viktige politiske faktorer er blant annet miljøvern, skatteregler, handelsavtaler og tollsatser som kan påvirke Orkla.

Krigen i Ukraina er også noe Orkla bør tenke på både nå og i fremtiden da dette har ført til uro i markedet. Orkla opererer i en bransje der mange av råvarene blir produsert i Ukraina eller at prisen blir påvirket av prisen på ukrainske varer. Dette har ført til en enorm økning i kostnader i alle ledd som igjen gjør at Orkla må øke prisene på sine varer.

Økonomiske Forhold

De økonomiske faktorene for Orkla kan deles opp i flere deler. Man har de finansielle risikoene, variasjon i makroøkonomi, og endring i valutakurs. I det siste har økning i råvarekostnader ført til økte utgifter for Orkla, og dette har medført økt prisnivå på produktene. Slik økning i råvarekostnader kan forklares ved den politiske og makroøkonomiske situasjonen i dagens samfunn.

En annen risikofaktor for Orkla økonomisk er valutarisikoen. Ettersom norske kroner er konsernets presentasjonsvaluta, er Orkla eksponert for omregningsrisiko knyttet til konsernets utenlandske nettoinvesteringer (Orkla S.290). For tiden er kronen svak, dette fører tilsynelatende til økte inntekter, men deres råvarekostnader i utlandet blir samtidig dyrere. Orkla er heldigvis diversifisert i flere land, deriblant Skandinavia, som historisk sett har vist seg å følge norske trender.

Sosiale Forhold

Endring i forbrukernes preferanser er enormt viktig for forretningsbeslutninger og strategier for en bedrift som Orkla. Forbrukernes økende bevissthet om sunnhet og bærekraft har ført til en økning i etterspørselen etter produkter som oppfyller disse kriteriene. Orkla, som produserer en rekke produkter som er rettet mot forbrukermarkedet, har vært nødt til å tilpasse seg disse endrede preferansene for å opprettholde sin konkurransevne.

Tidligere inkluderte noen av Orklas produkter palmeolje, som er en olje som har blitt kritisert for å ha en negativ innvirkning på miljøet. Orkla har derfor tatt initiativ til å erstatte palmeoljen med andre typer oljer som er mer bærekraftige. Dette er et eksempel på hvordan Orkla har tilpasset seg endrede forbrukerpreferanser ved å gjøre produktene sine mer bærekraftige.

Orkla påvirkes av endringer i forbrukerpreferanser, reguleringer og samfunnstrender i det sosiale miljøet de opererer i. Disse faktorene kan påvirke bedriftens evne til å beholde kunder og opprettholde sitt omdømme og lønnsomhet. For å forbli konkurransedyktig og oppnå langsiktig suksess, må Orkla tilpasse seg endringer i markedet.

Teknologiske Forhold

Innovasjoner innen produksjonsteknologi kan ha en betydelig innvirkning på en Orkla sin produksjonskapasitet, effektivitet og kostnader over tid. Orklas evne til å tilpasse seg slike teknologiske endringer kan påvirke deres konkurransevne på markedet. Det er derfor viktig at Orkla evner å henge med i innovasjonsutviklingen og konkurrere effektivt på markedet.

Videre kan digitale teknologiske endringer og forbrukeratferd ha en innvirkning på Orklas markedsføringsstrategier og salgsmodeller. Orkla må derfor være oppmerksom på slike endringer og tilpasse seg for å være relevant og konkurransedyktig på markedet.

Samfunnsmessige Forhold (Miljømessige)

Orkla anser samfunnsmessige faktorer som særlig viktige, i lys av selskapets betydelige størrelse og mangfoldige interessentgrupper. Samfunnsansvaret bygger seg på alt fra bærekraftig utvikling, ivaretagelse av menneskerettigheter, til miljøvennlig emballasje. Sistnevnte er et mye diskutert tema, Orklas evne til å tilpasse seg det grønne skiftet er sterkt avhengig av selskapets evne til å benytte seg av bærekraftig emballasje. På sin hjemmeside skriver de om sine interne bærekrafts mål innen 2025.

- **100 % gjenvinnbar emballasje**
- **75 % emballasje fra resirkulerte materialer**
- **50 % plastemballasje fra resirkulerte eller fornybare materialer**

En satsing på bærekraft og samfunnsansvar innebærer mye risiko, men også mange muligheter. Dersom de kan drive mer bærekraftig i hvert ledd av produksjonslinjen vil det på sikt være en enorm konkurransefordel.

Orkla er utsatt for påvirkning fra en rekke miljøvernreguleringer, som kan ha konsekvenser for selskapets produksjonsprosesser og distribusjonsnettverk. I møte med slike reguleringer er det nødvendig for Orkla å ha en god omstillingsevne for å opprettholde en høy grad av effektivitet og lønnsomhet. Som en del av selskapets langsiktige strategi bør Orkla fortsette med å ta hensyn til fremtidige miljømessige utviklinger og utvikle en bærekraftig forretningsmodell som tar høyde for endrede regulatoriske krav.

Juridiske Forhold

De juridiske forholdene går ofte i takt med de politiske. Her vil det være viktig å se på endringer i lovverk og reguleringer som kan påvirke Orkla.

Faktorer som konkurransetilsynet er ganske viktig for et konsern som Orkla.

Konkurransetilsynet har ansvaret for å sikre sunn konkurranse i markedet, og kan derfor kreve tiltak eller begrensninger på Orklas kjøp og salg av datterselskaper. Hvis Orkla allerede har en dominerende posisjon i et marked, kan Konkurransetilsynet kreve at Orkla

selger noen av sine datterselskaper for å redusere sin markedsrett og fremme sunn konkurranse. Konkurransetilsynet kan også vurdere Orklas kjøp av datterselskaper og kreve tiltak hvis de mener at et kjøp vil føre til en for stor markedsandel eller monopolistisk posisjon. Dette kan begrense Orklas mulighet til å påvirke selskapets posisjon i markedet ved å begrense muligheten til å øke sin markedsandel og vekst gjennom oppkjøp av andre selskaper. (Konkurransetilsynet)

4.1.2 VRIO

Det er avgjørende å besitte gode ressurser og kapabiliteter for å oppnå en varig konkurransefordel. Dette krever en effektiv utnyttelse av ressurser, og kapabilitetene representerer den måten organisasjonen utnytter disse ressursene på. Resurser er et bredt begrep, og definisjon varierer avhengig av bransjen. Imidlertid kan ressurser deles inn i tre hovedkategorier: fysiske, menneskelige og finansielle. I denne oppgaven vil det bli utført en intern strategisk analyse ved bruk av Vrio-verktøyet for å kartlegge Orklas ressurser og kapabiliteter. Gjennom denne modellen kan vi evaluere, sjeldenheten, ikke-kopierbareten og organisasjonens evne til å utnytte ressurser og kapabiliteten. Vi vil først presentere teoriene som fokuserer på ressurser, før vi senere anvender teorien på både ressurser og kapabiliteter. Resultatene av analysen vil bidra til å fastslå Orklas styrker og svakheter, noe som vil være avgjørende for å kunne estimere fremtidige kontantstrømmer (Jonson, Whittington, Regner, Scholes, & Angwin, 2017) Formålet med dette er å etablere et strategisk fundament for Orkla, som kan gi en indikasjon på verdsettelsen.

Verdien

Modellens første punkt fokuserer på om ressursene er verdifulle, dvs. Om de bidrar til å skape verdi for kunden og om de utnytter muligheter eller beskytter organisasjonen mot trusler. Det er viktig å vurdere kostnadene som er forbundet med ressursene for vi kan konkludere om de er verdifulle eller ikke. Resurser som er verdiløse vil føre til konkurransemessige ulemper for organisasjonen (Johnson, Whittington, Regner, Scholes, & Angwin, 2017)

Sjeldenhet

Det andre punktet i modellen handler om hvorvidt ressursene er sjeldne. Selv om en bedrift har verdifulle ressurser, kan de likevel være vanlige og dermed ikke gi en konkurransefordel. Derfor kan det være gunstig å ha ressurser som kun et fåtall andre aktører innehar, for eksempel på grunn av nytenking, nye produkter eller eksklusive patenter og lisenser. Dersom bedriften har en verdifull og sjelden ressurs, vil det gi en midlertidig konkurransefordel (Johnson, Whittington, Regner, Scholes, & Angwin, 2017)

Ikke kopierbar

Det tredje punktet i modellen handler om hvorvidt ressursene er kopierbare eller ikke. Hvis ressursene er enkle å kopiere, vil de ikke gi noen varig konkurransefordel. Derimot, hvis det er vanskelig eller kostbart å kopiere ressursene, for eksempel på grunn av bransjeerfaring eller teknologisk avanserte løsninger, vil dette gi en varig konkurransefordel for organisasjonen. (Johnson, Whittington, Regner, Scholes, & Angwin, 2017).

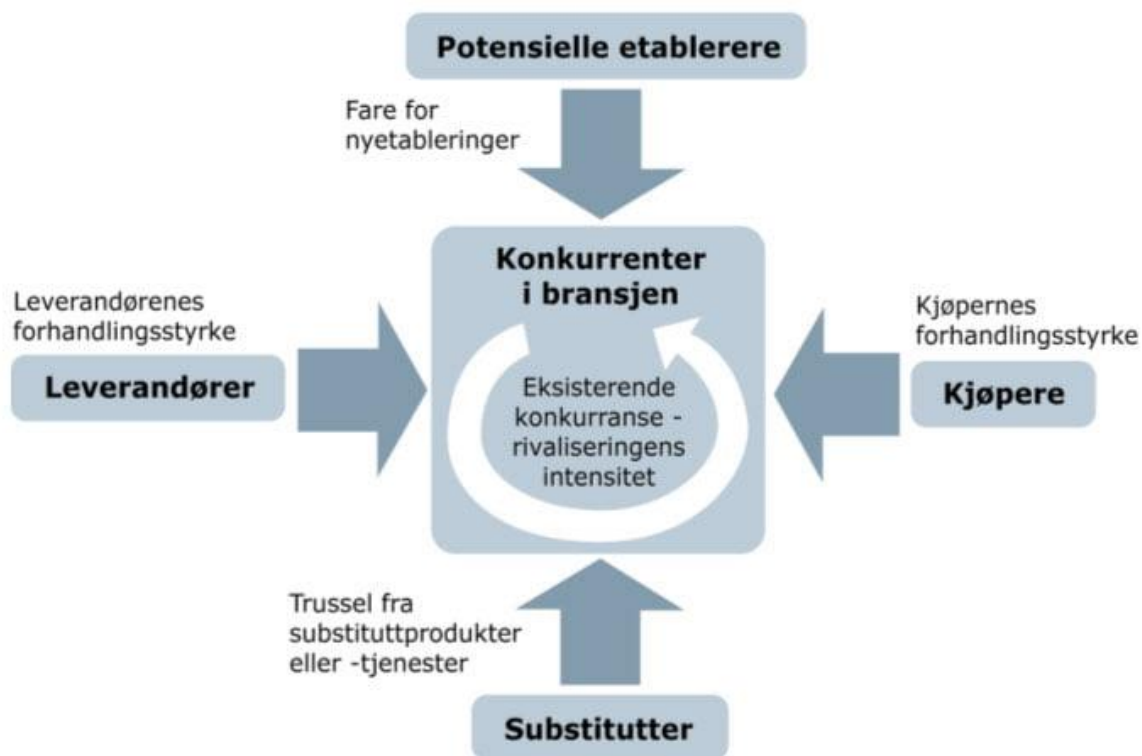
Organisatorisk støtte

Det siste kriteriet i Vrio-modellen er virksomhetens vurdering av ressursbruk. Å ha prosesser, struktur og en god kultur for å håndtere ressurser varsomt og bruke dem på best mulig måte er svært viktig for en organisasjon. Hvis de forvaltes dårlig, risikerer bedriften at ressursene er knappe, verdifulle og ikke kan kopieres, men likevel ikke klarer å skape konkurransefortrinn. Men hvis disse kriteriene oppfylles, er selskapet godt posisjonert for å skape et bærekraftig konkurransefortrinn i fremtiden (Johnson, Whittington, Regner, Scholes & Angwin, 2017).

4.1.3 Porters fem krefter

Porters femkraftsmodell er et strategisk analyseverktøy som utforsker omgivelsene til et selskap. Analysen tar sikte på å identifisere de ulike kreftene som virker på selskapet og dets posisjon i markedet. Formålet med en slik analyse er å oppnå en bedre forståelse av konkurransesituasjonen og å utvikle en målrettet strategi som tar hensyn til de ulike kreftene som påvirker selskapets posisjon.

Porters femkraftsmodell består av fem forskjellige krefter som beskriver omgivelsene til et selskap. Disse inkluderer trusselen fra nye konkurrenter, trusselen fra substitusjonsprodukter, forhandlingsstyrken til leverandører, forhandlingsstyrken til kunder og graden av konkurranse blant eksisterende konkurrenter. Ved å analysere og evaluere disse kreftene kan et selskap få en bedre forståelse av konkurransesituasjonen i markedet og velge en strategi som best kan utnytte selskapets styrker og begrense dets svakheter



Figur 5: Porters Fem Krefter

Trusler fra inntrengere

Denne delen av Porter-analysen er fokusert på vurdering av trusselen om nye konkurrenter i markedet, og graden av utfordring som det representerer for eksisterende bedrifter. Innenfor enhver bransje er det alltid en viss grad av risiko og usikkerhet knyttet til muligheten for at nye aktører skal etablere seg og øke konkurransenivået. En rekke faktorer påvirker denne trusselen, og disse faktorene varierer betydelig avhengig av bransjen og situasjonen. Dette inkluderer faktorer som størrelsen på markedsandelene som eksisterende aktører besitter, prissettingsnivåene og posisjoneringen som selskapene ønsker å innta i markedet. En grundig analyse av disse faktorene kan bidra til å gi bedre innsikt i hvorvidt nye konkurrenter kan forventes å utgjøre en betydelig trussel for eksisterende bedrifter, og kan også hjelpe bedriftene med å utvikle strategier for å møte denne trusselen.

I bransjen for branded consumer goods finnes det en begrenset mengde store aktører som utgjør en dominerende andel av markedet. Disse aktørene besitter veletablerte merkevarer og nærmest etablert oligopol. Deres høye produksjonsvolum gir dem stordriftsfordeler, noe som resulterer i en mer kostnadseffektiv produksjonslinje. Selv om det alltid vil dukke opp nyetablerte konkurrenter, vil nok den største trusselen for Orkla være de eksisterende konkurrentene, da det er en krevende bransje for nyetablerere.

Rivalisering mellom aktører

Når man betrakter rivaliseringen blant aktørene i BCG-bransjen, er det vanligvis en utstrakt konkurranse om å sikre seg størst mulig markedsandel. Som følge av den intense konkurransen som finner sted i bransjen, blir prising ofte brukt som en nøkkelstrategi for å vinne markedsandeler. Imidlertid kan dette over tid ha negative virkninger på lønnsomheten og driftsmarginen. Konkurransen i bransjen har økt mye på grunn av fremveksten av handelens egne merkevarer, som ofte er lavprisprodukter. I lys av dette ser det lite sannsynlig ut at Orkla vil kunne konkurrere med dem utelukkende på pris. Det er derfor viktigere for Orkla å opprettholde høy kvalitet, ettersom dette kan gi en betydelig konkurransefordel i markedet på lang sikt.

Trusler fra substitutter

I Porters femkraftsmodell blir "substitutter" definert som varer og tjenester som kan erstatte eksisterende produkter eller tjenester for å dekke samme behov eller ønsker hos kundene. Disse substituttene kan oppstå i forskjellige bransjer, men har liknende funksjonalitet eller formål som de eksisterende produktene eller tjenestene. Økt tilgang til substitutter kan ha en negativ innvirkning på eksisterende bedrifter i bransjen ved at det kan føre til en reduksjon i etterspørselen etter de eksisterende produktene eller tjenestene. I henhold til den økonomiske teorien om tilbud og etterspørsel, vil økt tilgang til substitutter føre til en økning i tilbudet av produkter eller tjenester som konkurrerer med de eksisterende. Dette vil igjen påvirke kundenes forhandlingsstyrke da de kan velge mellom flere alternativer og kreve bedre priser og kvalitet fra bedriftene i bransjen. Økningen i antall substitutter på markedet kan også føre til at bedriftene i bransjen må tilpasse seg for å konkurrere bedre med alternativene. Bedriftene kan for eksempel investere i forskning og

utvikling for å forbedre eksisterende produkter eller tjenester eller skape nye produkter og tjenester for å møte endrede forbrukerbehov. I sum kan analysen av substitutter gi verdifull innsikt for bedriftene om mulige trusler i bransjen, og hvordan de kan tilpasse seg og overleve i et stadig mer konkurransedyktig marked.

For Orkla er trusselen fra substitutter spesielt stor på grunn av konkurranse fra handelens egne merkevarer og helse- og velværeprodukter. Handelens egne merkevarer kan tilby produkter til en lavere pris, og kan dermed appellere til forbrukere som er prisbevisste. Helse- og velværeprodukter kan være substitutter for Orklas produkter innenfor snacks og matvarer og kan tiltrekke seg kunder som er opptatt av å spise sunnere og ha et balansert kosthold. Denne trusselen fra substitutter kan være en av de største utfordringene for Orkla, ettersom det kan føre til redusert etterspørsel etter Orklas produkter og tjenester, samt en reduksjon i markedsandelen.

Kunders forhandlingsmakt

Kunder utgjør den eller de som betaler for varer og tjenester som en virksomhet tilbyr. Kunden sin forhandlingsmakt kan ha en betydelig innvirkning på en virksomhets lønnsomhet, da de kan kreve høyere kvalitet eller lavere priser. Kundens innflytelse på markedet er avhengig av deres grad av konsentrasjon i dette markedet. Konkret vil få, men betydelige kjøpere ha større forhandlingsstyrke innen markedet. Forhandlingsstyrken til kunder avhenger også av tilgjengeligheten av alternativer fra konkurrenter og hvor enkelt det er for kunden å bytte til disse produktene.

Orkla har hovedsakelig en kundebase bestående av mange små kunder, noe som plasserer dem i kategorien med lav til middels forhandlingsstyrke. En vesentlig trussel for Orkla er at kundene kan velge å bytte til handelens egne merkevarer. Derfor er det av betydelig betydning for Orkla å fokusere på å bygge opp en sterk merkevare, ettersom dette kan føre til økt kundelojalitet og en redusert risiko for at kundene velger konkurrerende produkter.

Leverandørenes forhandlingsstyrke

I produksjonslinjer spiller leverandører en avgjørende rolle ved å tilby nødvendige ressurser som selskapet er avhengige av. Disse ressursene kan variere fra råvarer,

maskiner, utstyr til kapital og arbeidskraft. (Digitalnorway, 2022) Avhengigheten av leverandører kan i stor grad påvirke selskapets forhandlingsstyrke. En leverandørs forhandlingsstyrke er primært avhengig av graden av selskapets avhengighet av leverandørens leveranser, og i hvilken grad det er mulig å bytte til alternative leverandører. Hvis det er få leverandører som kan tilby en nødvendig ressurs, har disse leverandørene mulighet til å sette opp prisene og dermed øke sin forhandlingsmakt over selskapet.

Orkla har satt en bærekraftstrategi som blant annet tar for seg leverandørene (Orkla, 2023). I årsrapporten står det at deres leverandører skal være 100% godkjente. Det skrives også at de ønsker å benytte seg så mye som mulig av lokale leverandører. Dette kan føre til økt forhandlingsmakt for leverandørene, ettersom Orkla ikke har mulighet til å bytte leverandører like enkelt. På den annen side kan dette også øke Orklas innflytelse ved at selskapet kan stille strengere krav til leverandørene.

Oppsummering Ekstern analyse

Denne analysen har vurdert de eksterne faktorene som er viktige i Orklas bransje for branded consumer goods. Konkurransen i bransjen øker stadig, spesielt på grunn av handelens egne merkevarer, som er lavprisprodukter. Dette gjør det vanskelig for Orkla å konkurrere på pris, og det er derfor viktig å opprettholde høy kvalitetsstandard for å oppnå en konkurransefordel på lang sikt. Trusselen fra nye substitutter er ikke spesielt stor, mye på grunn av den allerede eksisterende dominansen av de store nåværende merkevarene. Analysen gir verdifull innsikt i mulige trusler i bransjen og hvordan bedrifter kan tilpasse seg og overleve i et stadig mer konkurransedyktig marked. Dette er nyttig informasjon å ta med i en verdsettelse da det kan bidra i en vekting når vi sammenlikner verdien av Orkla med konkurrentene.

4.2 Intern Analyse

4.2.1 SWOT-Analyse

I denne delen av den strategiske analysen benytter vi også SWOT-matrisen som et analyseverktøy for å oppsummere både intern og ekstern analyse av selskapet og dets omgivelser. SWOT, som står for (S) styrker, (W) svakheter, (O) muligheter, (T) trusler, er

et akronym som samler de eksterne og interne faktorene. Målet med analysen er å identifisere muligheter, redusere eller forbedre svakhetene og nøytralisere truslene (Johnson, Wittington, Scholes, Angwin, & Regnér, 2020).

I SWOT-matrisen presenterer vi de faktorene som er belyst i den strategiske analysen. Vi vurderer selskapets styrker og svakheter internt, og muligheter og trusler eksternt. Dette gir oss en oversikt over selskapets situasjon og mulige handlingsalternativer.

Interne Faktorer	Forklaring
Styrker S	<ul style="list-style-type: none"> • Diversifisert portefølje • Veletablert og Sterk merkevare • God innovasjonskraft • Effektivt distribusjonsnettverk • Mat er noe alle må ha, drives ikke så mye av svingninger i økonomien • Høy kundelojalitet
Svakheter W	<ul style="list-style-type: none"> • Svært sårbare for fluktusjon i valutamarkedet • Sårbare for økte råvarekostnader • Avhengige av enkelte markeder både lokalt og globalt
Eksterne Faktorer	Forklaring
Muligheter O	<ul style="list-style-type: none"> • Bærekraftige produkter • Plantebaserte produkter og emballasje • Potensielle muligheter for M&A's
Trusler T	<ul style="list-style-type: none"> • Konkurransen fra internasjonale aktører i samme bransje. • Politiske reguleringer, sukkeravgift, konkurransetilsynet osv.

Tabell 1: SWOT- Analyse

Basert på SWOT-analysen, kan vi trekke noen viktige konklusjoner i forhold til verdsettelsen av Orkla. Konsernet besitter betydelige konkurransefortrinn og styrker, slik som sterke merkevarer, høy grad av kundelojalitet og en bredt diversifisert portefølje. Disse faktorene er avgjørende for å opprettholde en ledende posisjon i et stort konsern som Orkla. Imidlertid står Orkla overfor betydelige trusler, som konkurransen fra andre sterke merkevarer med lignende diversifisering. En av de mest verdifulle styrkene til Orkla ligger spesielt i Norge, hvor selskapet har stor kundelojalitet og merkevarekjennskap. Det er viktig for Orkla å fortsette sin lokale satsing på merkevarer for å dra nytte av denne styrken. Videre ser det ut til at en stor mulighet for Orkla i fremtiden ligger i bærekraftig satsing. Som et stort matvareprodusentkonsern vil en satsing på mer plantebasert mat og miljøvennlig emballasje være avgjørende for å opprettholde et konkurransedyktig selskap. Orkla har allerede satt mål for å jobbe mot en mer bærekraftig fremtid og må fortsette å forberede seg på politiske reguleringer som kan påvirke miljødebatten.

5. Regnskapsanalyse

Introduksjon

For å få en grundig og helhetlig oversikt over Orkla sin finansielle situasjon er det nødvendig med en regnskapsanalyse. Regnskapsanalyse er en prosess der man undersøker og evaluerer en bedrifts økonomiske prestasjoner ved hjelp av regnskapsdata. Det gir grunnlag for å vurdere bedriftens økonomiske situasjon og gir verdifull informasjon til både interne og eksterne interessenter.

En regnskapsanalyse av Orkla ASA kan bidra til å forstå selskapets nåværende og fremtidige økonomiske situasjon og ytelse. Analysemetoder som horisontal og vertikal analyse, nøkkeltallsanalyse og trendanalyse kan brukes til å vurdere bedriftens historiske og fremtidige inntekter, kostnader, investeringer, finansiering og kontantstrømmer.

En slik analyse vil gi en helhetlig forståelse av bedriftens finansielle situasjon og kan være viktig for beslutningstaking. For eksempel kan det hjelpe investorer med å vurdere om aksjene i Orkla er verdt å investere i, kreditorene kan vurdere risikoen ved å låne ut penger til selskapet, mens Orkla selv kan bruke analysen til å identifisere styrker og svakheter og ta beslutninger for å forbedre sin økonomiske ytelse.

For oppgavens del skal regnskapsanalysen gi et solid grunnlag for å verdsette Orkla ASA og bedre vurdere selskapets finansielle situasjon.

5.1 Regnskap

En analyse av Orklas historiske regnskapstall vil gjøre oss bedre i stand til å estimere fremtidige tall senere i oppgaven. Vi vil ta utgangspunkt i tall fra årsregnskapet til Orkla og sammenliknbare selskaper innenfor bransjen, og se på utviklingen de siste årene. For å få et mer realistisk bilde av utviklingen justerer vi for eventuelle unormale poster. Dette vil gi oss mulighet til å finne forskjellige nøkkeltall som gir oss bedre innsikt og forståelse av selskapet. Analysen vil se på tre viktige indikatorer ved en bedrifts økonomi, nøkkeltall for lønnsomhet, likviditet og soliditet. Når vi sammenligner bransjegjennomsnittet, vil vi

benytte oss av de samme selskapene som vi har brukt tidligere: Nestlé, Procter & Gamble, Unilever og Mondelez International.

5.1.1 Resultatregnskapet (Historisk)

Historisk utvikling i resultat

I MNOK	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	40 837	43 615	47 137	50 441	58 391
Kostnader	35 328	37 724	40 631	42 795	49 364
Av- og nedskrivninger	1 214	1 743	1 944	2 087	2 257
Driftsresultat (EBIT)	4 295	4 148	4 562	5 730	6 897
Driftsmargin	10,5 %	9,5 %	9,7 %	11,4 %	11,8 %
Netto finans	63	404	786	636	448
Resultat før skatt	4 358	4 552	5 348	6 366	7 345
Skatt	1 004	1 033	926	1 468	2 077
Resultat	3 354	3 519	4 422	4 898	5 268
Margin	8,2 %	8,1 %	9,4 %	9,7 %	9,0 %

Tabell 2: Forenklet årsregnskap og marginer (Kilde: Orkla, 2023)

Resultatregnskapet er en økonomisk rapport som viser inntekter og utgifter for en bestemt tidsperiode, dette gir en god oversikt over virksomhetens økonomiske prestasjoner.

Basert på resultatregnskapet kan det observeres at omsetningen/driftsinntektene i 2022 har økt med mer enn 15%. Samtidig har kostnadene også økt i form av lønnskostnader, varekostnader og andre driftskostnader. Dette har ført til at driftsmarginen forblir uendret, rundt 11%. Økningen i omsetning indikerer en økt salgsaktivitet eller økt salgpris på produkter og tjenester som selges. Imidlertid vil en økning i kostnader, spesielt lønns- og varekostnader, føre til redusert fortjeneste.

Våre funn indikerer at selskapets fortjeneste og resultatmargin har opprettholdt stabilitet i lys av økning i finansinntekter, renteinntekter og tilhørende kostnader. Til tross for en økning i skattekostnader, har selskapet klart å opprettholde en stabil resultatmargin på rundt 12% og fortjenestemargin på 9%. Dette tyder på at selskapet har klart å balansere

sine kostnader og inntekter på en effektiv måte, til tross for endringer i det makroøkonomiske klimaet. Videre undersøkelser kan være nødvendig for å evaluere selskapets evne til å opprettholde denne stabiliteten over tid, og identifisere eventuelle faktorer som kan påvirke denne balansen i fremtiden.

Historisk utvikling i inntekter

Tall i MNOK	2018	2019	2020	2021	2022
Salgsinntekter	40 629	43 381	46 962	50 208	57 955
Andre driftsinntekter	208	234	175	233	436
Totale inntekter	40 837	43 615	47 137	50 441	58 391
Økning fra året før	3,2 %	6,8 %	8,1 %	7,0 %	15,8 %

Tabell 3: Historisk utvikling av inntekter (Kilde: Orkla 2023)

Ut ifra tabellen ser vi en stabil økning i inntekt fra år 2018 til 2020, deretter viser tallene en økene vekst i totale inntekter. Videre kan vi se at den gjennomsnittlige økningen ligger på 8,2 % de fem foregåendeårene. Året 2022 skiller seg veldig ut fra de andre årene, dette kan skyldes en stor vekst i konsumpriser. Andre driftsinntekter kommer her fra aktiviteter som ikke direkte er knyttet til Orkla ASA sin hovedvirksomhet. I dette tilfellet er de fleste av inntektene fra Hydro Power og sektoren Financial Investments. Grunnet dette er en svært liten andel av de totale inntektene, kombineres «salgsinntekter og «andre driftsinntekter» for å forenkle analysen og presentasjon av data.

Utvikling og sammenligning av driftskostnader

Tall i MNOK	2018	2019	2020	2021	2022
Varekostnad	20 348	21 696	23 430	25 171	28 868
Andel av inntekter	49,8 %	49,7 %	49,7 %	49,9 %	49,4 %
Lønnskostnader	7 734	8 202	8 971	9 123	9 760
Andel av inntekter	18,9 %	18,8 %	19,0 %	18,1 %	16,7 %
Andre driftskostnader	6 764	6 886	7 300	7 915	10 095
Andel av inntekter	16,6 %	15,8 %	15,5 %	15,7 %	17,3 %
Driftskostnader før avskrivninger	34 846	36 784	39 701	42 209	48 723
Andel av inntekter	85,3 %	84,3 %	84,2 %	83,7 %	83,4 %
Avskrivninger	1 214	1 743	1 944	2 087	2 257
Andel av inntekter	3,0 %	4,0 %	4,1 %	4,1 %	3,9 %
Driftskostnader	36 060	38 527	41 645	44 296	50 980
Andel av inntekter	88,3 %	88,3 %	88,3 %	87,8 %	87,3 %

Tabell 4: Historisk utvikling av driftskostnader (Orkla, 2023)

Vi ser at driftskostnadene har utviklet seg jevnt sammen med omsetningen.

Lønnskostnadene har det nærmest ikke vært svinglinger i utviklingen. Orkla har opplevd økende kostnader i løpet av 2022, dette kan skyldes konflikten i Ukraina. På grunn av den svekkede tilbudssiden og økt etterspørsel av råvarer. En stor del av Orklas kostnader kommer fra emballasje og dette vil trolig også bli mer fremtredende i fremtiden. Orkla satser stort på mer gjenvinnbar emballasje, noe som kan ha forårsaket økning i kostnader.

5.1.2 Balanseregnskapet

I MNOK	2022	2021	2020	2019	2018
Eiendeler					
Immaterielle eiendeler	33 624	30 554	24 209	22 727	20 577
Varige driftsmidler	19 138	17 458	16 274	15 402	12 760
Finansielle anleggsmidler	6 943	6 108	5 493	4 611	4 370
Sum anleggsmidler	59 705	54 120	45 976	42 740	37 707
Varelager	10 359	7 534	6 626	5 958	6 007
Kundefordringer	7 709	6 528	6 256	6 078	5 990
Andre kortsiktige fordringer	1 396	1 255	936	968	827
Bankinnskudd og kontanter	1 502	1 127	3 213	1 669	1 978
Sum omløpsmidler	20 966	16 444	17 031	14 673	14 802
SUM EIENDELER	80 671	70 564	63 007	57 413	52 509
EGENKAPITAL OG GJELD					
Innskutt egenkapital	1 968	1 967	1 972	1 972	1 971
Opptjent egenkapital	39 718	36 474	35 270	32 480	31 658
Ikke-kontrollerende eierinteresser	1 470	910	462	460	451
Sum egenkapital	43 156	39 351	37 704	34 912	34 080
Langsiktig gjeld	19 861	15 990	14 430	12 583	9 401
Kortsiktig gjeld	17 654	15 223	10 873	9 918	9 028
Sum gjeld	37 515	31 213	25 303	22 501	18 429
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	80 671	70 564	63 007	57 413	52 509

Tabell 5: Historisk Balanseregnskap (Orkla, 2023)

Selv om det er flere deler av et selskaps regnskap, er balanseregnskapet en av de mest kritiske aspektene. Dette skyldes at balanseregnskapet gir en oversikt over selskapets økonomiske situasjon på en spesifikk dato. Derfor velger vi å fremheve balanseregnskapet til Orkla ASA i analysen vår, da dette kan gi en dypere forståelse av selskapets økonomiske situasjon og hjelpe investorer med å ta informerte beslutninger.

Vi kan se i balansen at den har økt betraktelig det siste året. Dette kan skyldes økning i langsiktig gjeld og investeringer i Immaterielle eiendeler.

5.2 Analyse

5.2.1 Likviditetsanalyse

En likviditetsanalyse er en vurdering av en bedrifts evne til å møte sine kortsiktige økonomiske forpliktelser ved å vurdere tilgjengeligheten av kontanter eller tilsvarende likvide midler. Dette kan inkludere en analyse av bedriftens kontantstrømmer, likviditetsgrad, gjeldsgrad og arbeidskapital.

Likviditetsanalysen er viktig for verdsettelsen av en bedrift fordi den gir innsikt i bedriftens evne til å betale forpliktelsene sine, som kan ha innvirkning på bedriftens risikonivå og fremtidige inntjeningspotensial. En bedrift som har høy likviditet vil generelt sett være mindre risikabel å investere i enn en bedrift som har lav likviditet, fordi den førstnevnte er i stand til å møte sine økonomiske forpliktelser uten å måtte selge eiendeler eller ta opp nye lån.

I tillegg kan en likviditetsanalyse også gi innsikt i bedriftens fremtidige investeringsmuligheter, da en bedrift med høy likviditet vil ha større muligheter til å investere i nye prosjekter eller utvide virksomheten. Dermed kan en grundig likviditetsanalyse hjelpe investorer og analytikere med å bestemme en bedrifts verdi og mulig avkastning på investeringen.

5.2.1.1 Likviditetsgrad 1

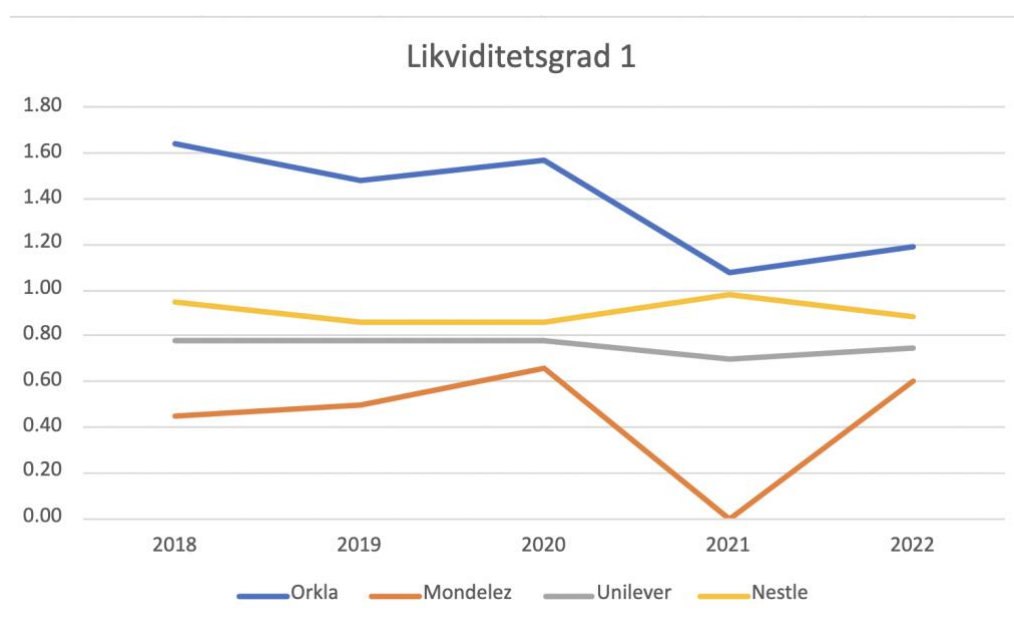
Likviditetsgrad 1 er et viktig nøkkeltall i regnskapsanalysen som måler en bedrifts evne til å møte sine kortsiktige økonomiske forpliktelser ved å vurdere forholdet mellom bedriftens mest likvide midler (kontanter og tilsvarende likvide midler) og dens kortsiktige gjeld.

Likviditetsgrad 1 kan uttrykkes som følger:

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler} + \text{Ubenyttet kassakreditt}}{\text{Kortsiktig Gjeld}}$$

Formel 18: Likviditetsgrad 1

En likviditetsgrad 1 på 1 eller høyere indikerer at en bedrift har tilstrekkelig likviditet til å møte sine kortsiktige økonomiske forpliktelser uten å måtte selge eiendeler eller ta opp nye lån. Hvis likviditetsgrad 1 er mindre enn 1, kan det indikere at bedriften ikke har tilstrekkelig likviditet til å møte sine økonomiske forpliktelser og kan ha problemer med å betale regningene sine når de forfaller.



Figur 6: Historisk Likviditetsgrad for Orkla og bransjen

Grafen viser at Orkla har en betydelig høyere likviditetsgrad enn sammenlignbare selskaper, noe som indikerer at Orkla har en større andel likvide midler og dermed bedre evne til å betale kortsiktig gjeld. Dette skyldes blant annet at Orkla har et varelager og kundefordringer som er større enn deres leverandørgjeld.

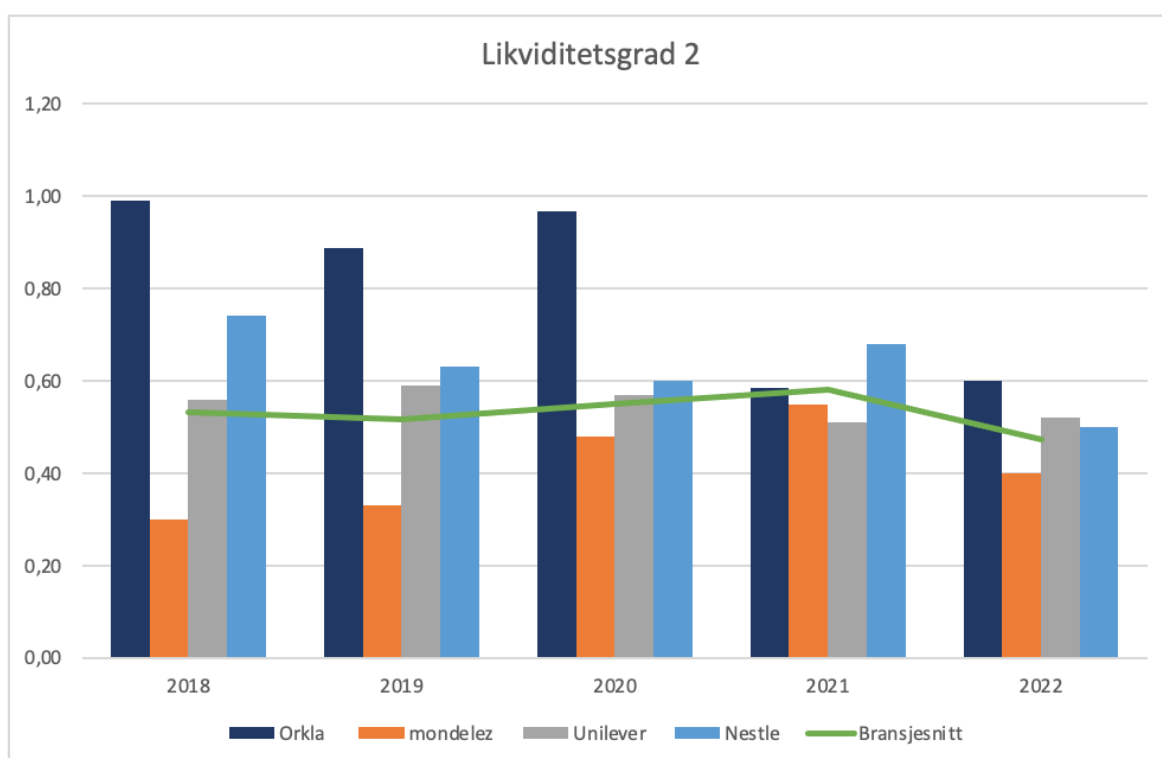
5.2.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 beregnes ved å dele opp selskapets omløpsmidler uten varelageret med kortsiktig gjeld. En likviditetsgrad 2 på 1 eller høyere indikerer at selskapet har

tilstrekkelig omløpsmidler til å dekke sin kortsiktige gjeld. Hvis likviditetsgraden er under 1, vil det si at selskapet ikke har tilstrekkelig omløpsmidler til å dekke sin kortsiktige gjeld, noe som kan indikere en mulig økonomisk risiko.

Når vi ser på Orklas utvikling de siste årene, har det vært en betydelig nedgang fra 2018 til 2021, og dette kan indikere at selskapet har høyere risiko for å ikke møte sine kortsiktige økonomiske forpliktelser.

Når det gjelder sammenligning med andre selskaper i bransjen, kan vi se at Orklas likviditetsgrad har vært høyere enn bransjesnittet de siste årene. De to siste årene ligger de svært nærme gjennomsnittet, som kan gi en indikasjon på at de har mer lik risiko som konkurrentene sine.

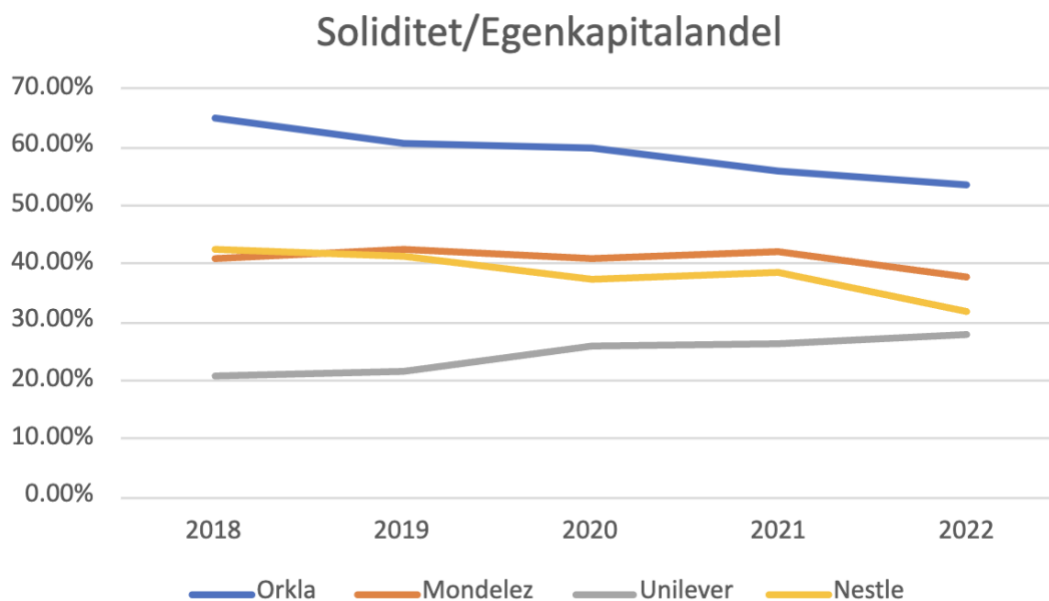


Figur 7: Historisk Likviditetsgrad 2 for Orkla og bransjen

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 19: Likviditetsgrad 2

5.2.2 Soliditetsanalyse



Figur 8: Historisk Egenkapitalandel for Orkla og bransjen

Som vi ser fra grafen over har Orkla en høy egenkapitalandel sammenlignet med sine konkurrenter. Dette kan være et konkurransefortrinn fordi en høy egenkapitalandel gir selskapet økonomisk stabilitet og handlingsrom. Med en høy egenkapitalandel har Orkla større mulighet til å investere i nye prosjekter og utvide virksomheten uten å være avhengig av ekstern finansiering. Selskapet kan også tåle en viss grad av økonomisk usikkerhet og tap uten å måtte bekymre seg for å miste kontroll over virksomheten eller gjøre endringer som kan gå ut over selskapets langsiktige strategier. Det kan også indikere at Orkla er flinke til å generere overskudd og effektivt håndtere sine finanser. Det gir investorer og aksjonærer trygghet og kan bidra til å øke selskapets verdi på lang sikt.

5.2.3 Lønnsomhetsanalyse

Formålet med analysen er å vurdere om et selskap oppnår lønnsomhet fra sin operasjonelle virksomhet. Det er en vesentlig faktor for selskapets overlevelse at de på et tidspunkt oppnår et overskudd fra driften. Som i tidligere analyser, vil vi undersøke forholdstall og

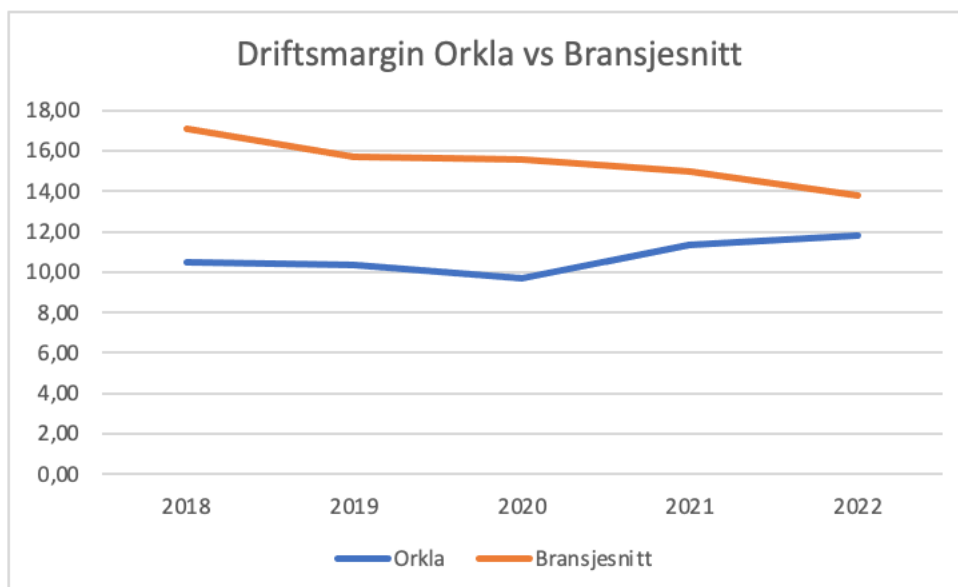
sammenligne Orkla ASA med sine konkurrenter. En omfattende analyse av selskapets lønnsomhet er nødvendig for å etablere et solid data grunnlag for fremtidige prognoser.

5.2.3.1 Driftsmargin (Kontantstrøm)

Driftsmargin, eller EBIT-margin, viser andelen av selskapets inntekter som er tilgjengelig for å dekke rentekostnader etter at alle andre kostnader er betalt. Dette nøkkeltallet er en indikator på selskapers prissensitivitet og kostnadseffektivitet.

Ved å analysere driftsmarginen kan man få en oversikt over hvor prissensitivitet til Orkla ASA er. Dersom driftsmarginen er høy, vil en endring salgspris påvirke selskapets inntjeningsevne i mindre grad. Videre kan en høy driftsmargin indikere at selskapet er kostnadseffektivt, noe som betyr at det har lavere kostnader enn sine konkurrenter. Dette kan skyldes at selskapet har mer effektive produksjonsprosesser eller har bedre forhandlingsstyrker med leverandører.

En høy driftsmargin kan også indikere at selskapet er effektivt i sin ressursutnyttelse. Dette skyldes at en høy driftsmargin viser at selskapet er i stand til å genere en høy andel inntekter fra hver krone som investeres i driften. Dermed kan et selskap med høy driftsmargin betraktes som mer lønnsomt enn sine konkurrenter.



Figur 9: Historisk Driftsmargin Orkla vs. bransjesnitt

I tabellen ovenfor kan vi observere at Orkla ASA har hatt en betydelig lavere driftsmargin enn bransjegjennomsnittet gjennom alle årene som ble analysert. Dette indikere at Orkla ASA generer mindre inntekt per krone av salget sammenlignet med hva deres konkurrenter i bransjen gjorde. En mulig årsak til at det er slik, kan være at Orkla ikke har tilgang til de samme unike ressursene som sine konkurrenter, noe som kan skyldes at selskapet har betydelige høyere kostnader enn konkurrentene. Dette kan spesielt være innenfor lønns- og administrasjonskostnader.

Det er imidlertid utfordrende å sammenligne lønnsomheten nøyaktig, siden bransjens marginer beregnes på et globalt nivå og kan ha helt ander kostnadsnivåer og reguleringer. Ut fra vår analyse ser vi at Orklas Driftsmargin har hentet seg inn på bransjesnittet de siste to årene.

5.2.3.2 Egenkapitalrentabilitet

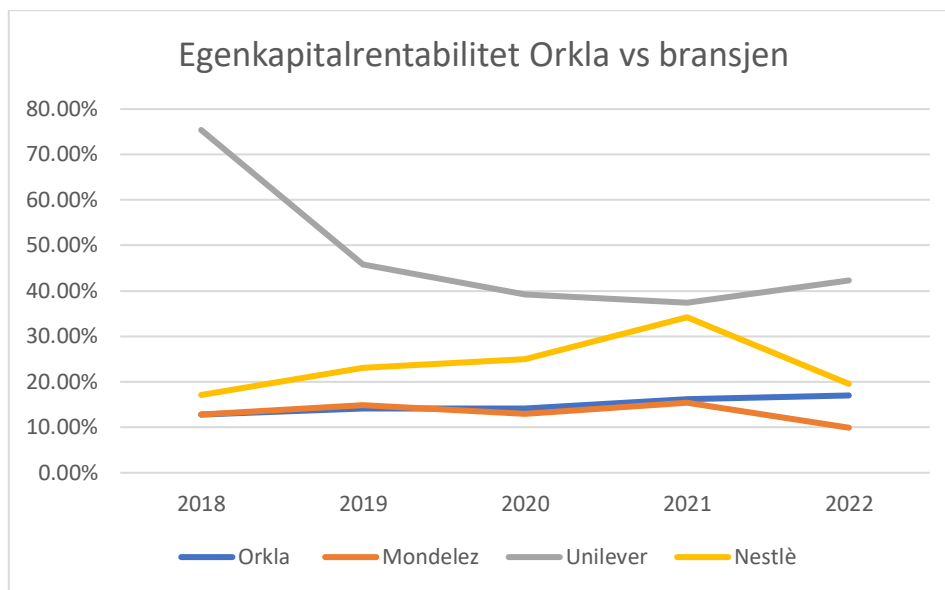
Egenkapitalrentabilitet er en måling av avkastningen på egenkapitalen til selskapet. Dette er en prosentandel av egenkapitalen, og beregnes ved å dividere Resultat før skatt med gjennomsnittlig egenkapital.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{resultat før skatt}}{\text{gjennomsnittlig egenkapital}} * 100\%$$

Formel 20: Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet er viktig i en regnskapsanalyse fordi det gir informasjon om hvor effektivt et selskap utnytter sine egne midler for å generere overskudd. Høy egenkapitalrentabilitet kan indikere at selskapet har en sunn økonomisk tilstand og signalisere til investorer at det kan være en god investeringsmulighet.

Lav egenkapitalrentabilitet indikerer ofte at selskapet ikke utnytter sine ressurser effektivt, og at det kan ha problemer med lønnsomhet eller vekstpotensial.



Figur 10: Historisk Egenkapitalrentabilitet Orkla vs. Bransjen

Grafen over viser at Orkla har hatt en egenkapitalrentabilitet på rundt 14% i gjennomsnitt de siste 5 årene. Dette er mindre enn de sammenlignbare selskapene. Det som er viktig å huske på her er at Orkla har en betydelig større egenkapitalandel enn sine konkurrenter. Til sammenligning har Orkla hatt en total kapitalrentabilitet de siste årene på rundt 9%.

«Jo høyere rentabilitet eierne får på sine investeringer, jo mer lønnsom er bedriften for dem. Er egenkapitalavkastningen lav så vil eierne gjerne vurdere en alternativ plassering av pengene sine for å oppnå høyere avkastning.» (Finanseksperter, 2022) Dette er viktige tall i verdsettelsen, da vi ønsker å finne avkastningskravet til investoren.

5.3 Oppsummering Regnskapsanalyse

Basert på regnskapsanalysen av Orkla, kan det konkluderes med at selskapet har flere positive trekk. En av hovedstyrkene er høy likviditet, som indikerer at Orkla har tilstrekkelige midler til å møte kortsiktige forpliktelser. Dette gir selskapet fleksibilitet og evne til å håndtere uforutsette hendelser.

Videre har Orkla en kontrollert og lav gjeld/høy egenkapitalandel, noe som signaliserer solid økonomisk fundament. En lav gjeldsandel reduserer risikoen for økonomiske problemer og gir selskapet større frihet til å investere i vekstmuligheter eller betale utbytte

til aksjonærene. Den høye egenkapitalandelen tyder også på at Orkla har evnen til å tåle økonomiske nedgangstider.

Selv om marginene er gode, er det verdt å merke seg at de ligger noe under bransjesnittet. Dette kan indikere potensielle forbedringsområder for å øke lønnsomheten. Det kan være hensiktsmessig for Orkla å undersøke bransjen og sine konkurrenter for å forbedre marginene ytterligere. Det kan også være verdt å nevne at skattesatsen til Orkla er den høyeste blant konkurrentene

Samlet sett viser regnskapsanalysen at Orkla har en solid finansiell posisjon med høy likviditet og lav gjeld. Selv om marginene er noe under bransjesnittet, opprettholder selskapet en god lønnsomhet. For å videre styrke selskapets posisjon bør Orkla vurdere tiltak for å forbedre marginene og øke lønnsomheten. Dette kan bidra til å sikre fortsatt vekst og suksess i et konkurransedyktig marked.

6. Fremtidsprognoser

I dette kapitlet skal vi fokusere på Orkla ASA sine fremtidsprognoser. Dette ved bruk av tall fra regnskapsanalysen, og informasjon fra den strategiske analysen. Ved å kombinere de to vil vi få en mer presis og reell prognose. Fremtidsprognoser spiller en avgjørende rolle i verdsettelsen av et selskap, da de gir en indikasjon på selskapets langsiktige vekstpotensial og lønnsomhet. Vi bruker disse tallene for å kunne se på Orkla sine fremtidige Cash Flows som er viktig i DCF-modellen.

6.1 Tidshorison

Det finnes flere tilnæringer for å fastsette fremtidige prognostiske tidshorisoner. I denne sammenhengen er det viktig å se hva slags fase selskapet befinner seg i økonomisk. Orkla har annonsert sin hensikt om å transformere seg til et industrielt investeringsselskap fra mars 2023. En slik strategi kan gi opphav til potensielle salgs- og oppkjøpsaktiviteter som kan medføre betydelig påvirkning på selskapets verdi. For å oppnå en så nøyaktig verdsettelse som mulig og en aksjekurs som ikke forstyrres av mindre endringer i selskapet, velges en tidshorison på fem år. Nærmere bestemt 2023-2027.

6.2 Inntekter

En analyse av selskapets driftsinntekter er en essensiell faktor for å kunne beregne selskapets verdi i fremtiden. Driftsinntektene er en av de viktigste driverne for verdiskapning da det er gjennom salg og kunder at verdien skapes, og dette vil ha størst påvirkning på selskapets fremtidige kontantstrømmer. For å kunne estimere selskapets fremtidige inntekter tar man i bruk historiske regnskapstall og andre funn fra strategisk analyse.

I forrige kapittel ble det avdekket at Orkla har hatt en jevn økning i sine driftsinntekter de siste årene, med en gjennomsnittlig årlig vekst på 9%. Dette tyder på en positiv utvikling for selskapet og indikerer at selskapet kan ha gode framtidsutsikter. En slik økning i driftsinntekter kan være et resultat av flere faktorer, inkludert økt etterspørsel etter selskapets produkter og tjenester, effektiv markedsføring, eller vellykket innovasjon.

Orklas økonomiske resultat i 2022 var betydelig påvirket av prisøkninger, som var en følge av økte råvarekostnader forårsaket av konflikten i Ukraina. Denne påvirkningen ble observert på flere områder av virksomheten, og førte til betydelig endring i inntektsnivået. Orklas Hydro Power så spesielt store økninger i inntekter i første kvartal, med en økning fra 86 millioner til 345 millioner, som en konsekvens av høyere kraftpriser. (Knudsen, 2022).

I henhold til årsrapporten til Orkla har selskapet fastsatt mål om en minimumsvekst på 2,5 prosent i organisk omsetning og en årlig vekst på 4-6 prosent i justert EBIT. Disse målene ble fastsatt i 2021, og tar ikke høyde for den betydelige prisøkningen som har vært observert det siste året. Dette vil resultere i en positiv påvirkning på inntektene, men en negativ påvirkning på justert EBIT. Vi tror at Orkla vil ha en høyere organisk vekst i omsetning mye på grunn av økte priser. Vi tror Orkla vil ligge på rundt det dobbelte, nemlig 5% i organisk vekst, uten at dette påvirker justert EBIT. Med en inntektsøkning vil det også følge med økte kostnader. Økte priser i råvarer og emballasje fører til at EBIT forblir uendret. Vi ser derfor for oss fremtidige inntekter de neste fem årene slik som illustrert under:

Tall i MNOK	2022	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E
Driftsinntekter	58391	61 311	64 376	67 595	70 975	74 523

Tabell 6: Fremtidige Inntekter

6.3 Kostnader

Orkla ASA opplevde økende kostnader i 2022, og som tidligere nevnt, var dette i stor grad drevet av konflikten i Ukraina. Dette vil sannsynligvis fortsette å påvirke selskapet i 2023 og i fremtiden på grunn av den svekkede tilbudssiden og økt etterspørsel etter råvarer. Emballasje står for mye av kostnadene til Orkla. Dette vil vi også se mer av i fremtiden, da Orkla ønsker en satsing på mer gjenvinnbar emballasje som i første omgang vil øke kostnader, men vil på lang sikt være lønnsomt både økonomisk og bærekraftig.

Orkla opplever betydelige kostnader knyttet til emballasje, og denne andelen forventes å øke i tiden som kommer. Selskapet har ambisjoner om å styrke sin satsing på gjenvinnbar emballasje, selv om dette vil medføre økte kostnader i innledende fase. Dette tiltaket

forventes imidlertid å resultere i en bærekraftig og økonomisk fordelaktig løsning på lengre sikt.

Vi ser for oss at driftskostnadene i fremtiden kommer til å øke i takt med inntektene og ha en vekst på om lag 5% årlig.

Tall i MNOK	2022	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E
(-) Driftskostnader f. Avskrivninger	50980	53 529	56 205	59 016	61 967	65 065

Tabell 7: Historisk utvikling av driftskostnader

6.3.1 Avskrivninger

Når det gjelder estimering av avskrivninger, har det vært en relativt stabil trend i avskrivningene som andel av driftsinntekt på mellom 3% og 4% de siste årene. Basert på denne trenden, ser vi ingen grunn til å forvente noen endringer i fremtiden. Derfor tar vi et gjennomsnitt av andelene for de siste årene og bruker dette som grunnlag for beregningene. Vi lander da på at de fremtidige avskrivningene skal ligge på rundt 3,8% av driftsinntektene. Dette kan selvfølgelig endre seg da Orkla har varslet økt aktivitet i kjøp og salg av datterselskaper, men vi velger å holde oss til 3,8%.

(Tall i MNOK)	2018	2019	2020	2021	2022
Avskrivninger	1214	1743	1944	2087	2257
Driftsinntekter	40837	43615	47137	50441	58391
Andel av Inntekter	2,97 %	4,00 %	4,12 %	4,14 %	3,87 %
Gjennomsnitt andel	3,82 %				

Tabell 8: Historisk utvikling av avskrivninger

6.4 Valuta

Når Orkla selger sine varer i utlandet, er det viktig å ta hensyn til valutakursene i de aktuelle markedene. Fluktuasjoner i valutakursene kan påvirke Orklas inntekter og kostnader ved handel i utenlandske valutaer. Eksempelvis slik som vi ser nå når den Norske kronen har svekket seg mot andre valutaer vil Orkla sin inntjening i disse landene øke.

Det er derfor viktig for Orkla å overvåke valutakursene i de markeder hvor de opererer og tilpasse sin strategi deretter. For eksempel kan man velge å inngå avtaler med sine kunder og leverandører som sikrer en fast valutakurs for en bestemt periode. På denne måten kan de redusere risikoen for valutasvingninger som kan påvirke deres inntekter og kostnader.

Orkla har som nevnt tidligere ca. 26% av sitt salg i Norge, noe som gjør dem mer sårbare for valutasvingninger, men med mye produksjon og salg i utlandet har Orkla diversifisert bort mye av den risikoen. I fremtiden vil man nok kunne se effekten av svingninger på kort sikt, men det vil på sikt være nokså stabilt så lenge den Norske kronen henter seg tilbake til mer normale verdier enn svekkelsen vi har sett den siste tiden.

6.5 Investeringer

Dette kapitlet har som formål å utføre en fremtidsprognose for Orklas fremtidige investeringer, noe som er avgjørende for å kunne estimere selskapets frie kontantstrøm. Det har blitt observert at investeringene i selskapet har vært høyere enn avskrivningene, og mens dette kan være akseptabelt på kort sikt, bør det ikke vedvare over lengre tid.

Orkla har gjort betydelige investeringer i nye varige driftsmidler og har satt fokus på bærekraft i sin strategi, særlig på emballasje. Det er også forventet at selskapet vil fortsette å investere betydelige midler i disse områdene i de kommende årene, dette som en effekt av flere faktorer som blant annet at de går over til et industrielt investeringsselskap. Slike investeringer kan påvirke selskapets inntjening og kontantstrøm på kort sikt, men kan også bidra til langsiktig verdiskaping for selskapet og dets interessenter.

I 2019 kom det et nytt lovverk om at alle leieavtaler skal føres som rentebærende gjeld. IFRS 16 krever at leietaker balansefører nesten alle leieavtaler, slik at verdien av bruksretten for en eiendel og den tilsvarende leieforpliktelsen vises i balansen. (Pwc, 2018)

Som et resultat av dette har Orkla sine totale investeringer blitt påvirket negativt på grunn av leieavtaler som ble inngått i forbindelse med oppkjøpet av Kotipizza i 2019. Kotipizza driver en stor restaurantvirksomhet som er avhengig av omfattende leieavtaler, og dette har ført til at leieforpliktelsene har blitt betydelige for Orkla.

Balansering av leieforpliktelsene som gjeldsposter i balansen vil påvirke selskapets finansielle resultater og analysen av selskapets økonomiske situasjon. Dette er fordi selskapets balanse vil vise en økning i gjelden som følge av leieforpliktelsene, og dette kan påvirke selskapets lånekapasitet og kredittverdighet.

(Tall i MNOK)	2018	2019	2020	2021	2022
Netto fornyelsesinvesteringer	1400,00	1931,00	2331,00	2625,00	2773,00
Salg driftsmidler	38,00	54,00	80,00	81,00	46,00
Ekspansjonsinvesteringer	531,00	631,00	479,00	486,00	447,00
Investering leieavtaler		450,00	283,00	614,00	548,00
Investeringer	1969,00	2166,00	2607,00	2578,00	2718,00
Prosentandel av inntekter	4,82 %	4,97 %	5,53 %	5,11 %	4,65 %
Gjennomsnitt siste 3 år	5,10 %				

Tabell 9: Historisk utvikling av Investeringer

På grunn av det nye lovverket som ble innført i 2019 har vi valgt å ta gjennomsnittet av de siste 3 årene som grunnlag for investeringsandel. Denne er på 5.10% av inntektene, det er dette tallet vi kommer til å bruke for å finne fri kontantstrøm.

6.6 Arbeidskapital

Arbeidskapital refererer til forskjellen mellom et selskaps kortsiktige eiendeler og dets kortsiktige gjeld. Med andre ord, det er den mengden midler et selskap har til rådighet for å finansiere sin daglige drift og vekst.

Arbeidskapital er viktig når man skal verdsette et selskap av flere grunner. For det første kan en positiv arbeidskapital indikere at et selskap har tilstrekkelig likviditet til å møte sine kortsiktige forpliktelser, som leverandørgjeld og lønninger. Dette kan være et tegn på god økonomisk styring og en solid kontantstrøm.

I tillegg kan arbeidskapitalen brukes som en indikator på et selskaps evne til å finansiere sine investeringer. Et selskap med tilstrekkelig arbeidskapital vil kunne investere i nye prosjekter og muligheter uten å måtte låne penger eller utstede nye aksjer.

Endelig kan arbeidskapitalen gi investorer en ide om hvor risikabelt et selskap er. Et selskap med negativ arbeidskapital, det vil si mer kortsiktig gjeld enn kortsiktige eiendeler, kan ha problemer med å møte sine forpliktelser, noe som kan føre til finansielle problemer og redusert aksjeverdi. Sammenfattende er arbeidskapital en viktig faktor å vurdere når man skal verdsette et selskap, da den gir en pekepinn på selskapets likviditet, vekstpotensial og risikonivå.

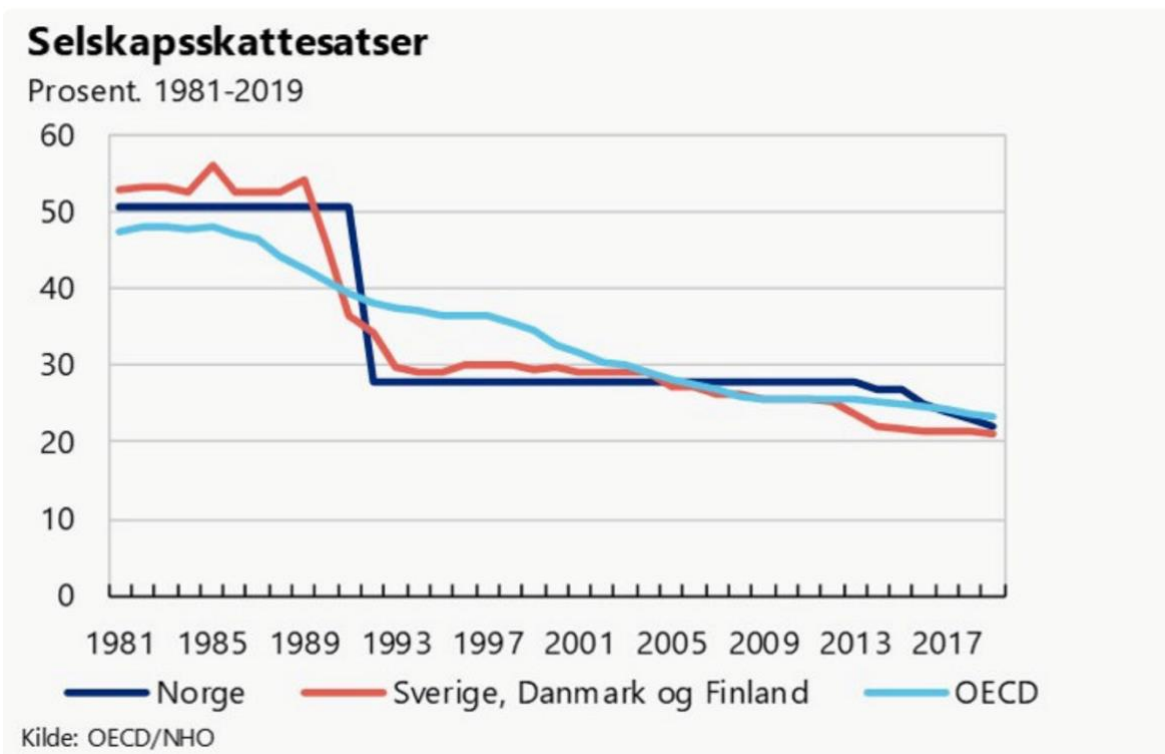
Tidligere års endringer i Orklas arbeidskapital har vist variasjoner. I løpet av de siste fem årene har gjennomsnittet for arbeidskapitalen utgjort omtrent 17% av driftsinntektene. Da det er utfordrende å forutsi fremtidige tall, tar vi sikte på å basere oss på historiske data og betrakte 17% som en variabel. Basert på denne beregningen kan vi observere i den følgende tabellen hva den forventede endringen i arbeidskapitalen vil være.

Tall i MNOK	2022	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E
Driftsinntekter	58391	61 311	64 376	67 595	70 975	74 523
Arbeidskapital	9926,47	10422,79	10943,93	11491,13	12065,69	12668,97
Endring AK		496,32	521,14	547,20	574,56	603,28

Tabell 10: Endring Arbeidskapital

6.7 Skatt

Ved beregning av fri kontantstrøm til totalkapitalen er det nødvendig å inkludere skatt på driftsresultatet. Den effektive skatten kan avvike fra den nominelle på grunn av ulike regnskapsprinsipper. Det kan være vanskelig å fastslå den effektive skatten, og derfor ekskluderer vi dette fra estimatene fremover. Selskapsskatten i Norge har blitt betydelig redusert i løpet av de siste årene, men har vært uendret på 22% siden 2019.



Figur 11: Selskapsskattesatser 1981-2019 (NHO, 2022)

Endringer i skattesatsen kan påvirke verdsettelsen på flere måter. En reduksjon i skattesatsen kan føre til en positiv effekt på kontantstrømmen dersom det resulterer i økt netto driftsresultat. Imidlertid vil avkastningskravet øke hvis skattesatsen reduseres. Nettoeffekten vil forholdsvis være mye større på kontantstrømmen gjennom driftsresultat enn på avkastningskravet. Dermed vil man naturligvis ønske en lavere skattesats.

Orkla har det siste året hatt betydelige økte skatter, en økning på hele 41% siden 2021. Dette skyldtes i hovedsak økte skatter i Hydro Power fra resultatet i 2021. (Orkla, 2023) Når det kommer til fremtidsprognoser for Orkla og hvilken skattesats vi skal bruke i verdsettelsen, er det ingenting som tilsier at vi skal bruke en annen skattesats enn 22% som er den nåværende selskapsskatten.

6.8 Terminalvekst

Kontantstrømmodellen er en metode for verdsettelse av selskaper som tar utgangspunkt i nåverdien av forventende fremtidige kontantstrømmer. Vanligvis estimeres kontantstrømmene for en begrenset tidsperiode, og en såkalt terminalverdi brukes for å

representere verdiskapningen etter dette tidspunktet. Teoretisk sett diskonteres evigvarende kontantstrømmer for å finne nåverdien av disse. (Osvik, 2017).

$$Terminalverdi_t = \frac{CF_{t+1}}{r - v}$$

Formel 10: Terminalverdi

I Norge spår IMF (Det internasjonale Valutafondet) en økonomisk vekst på 2,1 prosent i år og venter samtidig at prisveksten vil være på 4,9 prosent. (Knudsen, 2023)

Langsiktig så spår OECD en langsiktig BNP vekst på 2% årlig de neste 50 årene (OECD, u.d.). Det er dette tallet vi ønsker å bruke i våre beregninger når vi skal regne ut fri kontantstrøm i den fundamentale verdsettelsen.

7. Avkastningskrav

7.1 Kapitalverdimodellen – CAPM

$$E(R_i) = R_f + (E(R_m) - R_f) \beta_i$$

The diagram shows the CAPM formula with several labels and arrows. 'Risikofri rente' has a downward arrow pointing to R_f . 'Beta-koeffisient' has a downward arrow pointing to β_i . A bracket labeled 'Risikopremie' spans the term $(E(R_m) - R_f)$. 'Forventet avkastning' has an upward arrow pointing to $E(R_i)$. 'Forventet avkastning for markedsporteføljen' has an upward arrow pointing to $E(R_m)$.

Formel 21: Kapitalverdimodellen

Når vi vurderer verdien av et selskap, er det viktig å finne avkastningskravet, som er av avgjørende betydning for å bestemme nåverdien av selskapets fremtidige kontantstrømmer. Avkastningskravet fungerer også som en referanseverdi for investorer og andre interessenter, da det viser hvor mye de kan forvente å tjene på sin investering sammenlignet med andre alternativer. Vi søker å finne et risikjustert avkastningskrav på totalkapitalen, som tar hensyn til både egenkapital, gjeld og skatt. For å kunne beregne dette avkastningskravet, må vi først finne egenkapitalavkastningen ved hjelp av kapitalverdimodellen. Dette innebærer å vurdere risikoen knyttet til selskapets investeringer og markedet generelt, og deretter beregnet en forventet avkastning som kompenserer for denne risikoen.

7.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten anses som grunnlaget i beregningen av avkastningskravet for investeringer og påvirker alle andre variabler i beregningen. En investor har alltid muligheten til å investere pengene sine i den risikofrie renten, og det er derfor avgjørende at avkastningskravet overstiger den risikofrie renten. Statsobligasjoner anses som en vanlig referanse for den risikofrie renten, ettersom de anses som nærmest risikofrie.

Orkla er et selskap med global virksomhet som opererer innenfor flere sektorer og markeder. Det er imidlertid viktig å merke seg at den nominelle kontantstrømmen som selskapet genererer, er estimert og rapportert i norske kroner. Dette skyldes at Orklas

finansielle rapporter og regnskap er utarbeidet i henhold til norske regnskapsstandarder. Derfor velger vi å benytte oss av den risikofrie renten i Norge. Den risikofrie renten har som illustrert under økt de siste årene grunnet renteheving.

År	2018	2019	2020	2021	2022	apr.23
10 år	1,88 %	1,49 %	0,82 %	1,40 %	2,84 %	3,21 %
5 år	1,44 %	1,28 %	0,56 %	1,12 %	2,78 %	3,18 %
3 år	1,15 %	1,23 %	0,44 %	0,90 %	2,74 %	3,28 %

Tabell 11: Statsobligasjonsrenter (Norges Bank, 2023)

Vi har tidligere i oppgaven tatt utgangspunkt i en 5års periode. Derfor ønsker vi at den risikofrie renten skal speile den 5-årige statsobligasjonsrenten i Norges Bank. Vi kommer derfor til å bruke en risikofri rente på 3,2% i kapitalverdimodellen.

7.1.2 Beta

Beta er en indikator på risikonivået til en aksje og angir forholdet mellom svingninger i aksjekursen og svingninger i markedet. Markedet representerer gjennomsnittet av alle aksjene og har en beta på 1. Hvis Orkla har en beta som er mindre enn 1, vil dette indikere en lavere risiko, men også gi en lavere avkastning enn markedet. Det finnes to hovedtyper for å beregne beta, hvor den første metoden er en historisk regresjonsanalyse. Den andre metoden kalles «bottom-up beta» og innebærer å sammenligne Orkla med andre selskaper i samme bransje og ta et gjennomsnitt av bransjebetaen, med hensyn til finansieringsstrukturen ved å justere for gjeldsgraden og skattesatsen til bransjesnittet. Deretter legger man til Orkla sin gjeldsgrad og skattesats.

I denne analysen har vi benyttet oss av en tidsrekke med daglige observasjoner som strekker seg oven en fem-årsperiode. En av fordelene ved å inkludere en så lang serielengde i analysen, er at man får muligheten til å se samvariasjonen mellom selskapet og markedet i både oppgangs- og nedgangstider.

Gjennom å inkludere data over lengre perioder, kan man bedre identifisere eventuelle mønstre eller trender som kan påvirke samvariasjonen mellom selskapet og markedet. For eksempel kan man undersøke om samvariasjonen mellom selskapet og markedet er mer

utpreget med økonomisk usikkerhet eller lavkonjunkturer, eller om det er forskjeller i samvariasjonen mellom ulike bransjer.

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multipel R	0,03820598
R-kvadrat	0,0014597
Justert R-kvadrat	-0,0023957
Standardfeil	0,02655286
Observasjoner	261

<i>Variansanalyse</i>					
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,00026694	0,00026694	0,37861424	0,53888608
Residualer	259	0,18260906	0,00070505		
Totalt	260	0,18287601			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,00115783	0,00164385	0,70434126	0,48185309	-0,0020792	0,00439485	-0,0020792	0,00439485
X-variabel 1	0,03946215	0,0641331	0,61531637	0,53888608	-0,0868265	0,16575083	-0,0868265	0,16575083

Tabell 12: Regresjonsanalyse av Orkla og MSCI i Excel

Etter å ha utført en regresjonsanalyse av Orkla ASA, har vi fått et resultat med en beta på 0,039 og en R-squared på 0,001. Det gir lite økonomisk mening at en aksje skal ha lavere risiko enn hva en statsobligasjon gir. Men det betyr ikke at aksjen er helt risiko fri, da den fortsatt er utsatt for andre risikofaktorer, eksempel bransjerisiko eller selskapsrisiko. Det er viktig å være klar over begrensingene og implikasjonene av en beta på 0 i vurdering av aksjer og investeringsporteføljer.

Fundamental beta

For å forsterke den estimerte betaen har vi valgt å også sammenligne selskaper som opererer innenfor samme bransje. Selskaper innafor samme sektor står ofte overfor de samme risikoene og er derfor godt egnet til sammenligningsformål. Det er imidlertid sjeldent tilfelle at selskaper har samme finansieringsstruktur som har en betydelig innvirkning på betaen, så gjeldsfaktoren må justeres ut. Vi sammenligner med de samme selskapene som tidligere nevnt i oppgaven, Nestlé, Unilever og Mondelez int. Vi benytter en metode kalt «bottom-up» beta, der vi først finner den unlevered betaen ved å beregne

gjennomsnittet av beta innenfor bransjen og gjennomsnittet av gjeldsgraden. Betaen for alle selskapene er funnet ved å bruke en femårs periode med daglige observasjoner.

Selskap	Beta inkl. Gjeld	Gjeldsgrad	Skatteprosent
Orkla	0,004	0,869	22,00 %
Nestle	0,31	1,269	20,09 %
Unilever	0,13	1,046	23,00 %
Mondelez Int	0,66	0,871	26,80 %
Snitt	0,28	1,01	0,23

Unlevered Beta	0,16
Levered Beta Orkla	0,276

Tabell 13: Bottom Up Beta

Vi har valgt å ta utgangspunkt i Bottom up betaen som endte på 0,3667. Ettersom den kan gi oss et mer signifikant resultat enn å bruke regresjonsbetaen som endte på 0,039.

7.1.3 Markeds risikopremie

Markedets risikopremie er den ekstra avkastningen som investorer forventer å tjene ved å investere i aksjer eller andre risikofylte investeringer i forhold til å investere i risikofrie investeringer som statsobligasjoner eller bankinnskudd.

Markedets risikopremie er basert på markedets oppfatning av risiko og avkastning. Jo høyere risiko investeringen har, jo høyere forventet avkastning vil investorene kreve for å investere i den. Det finnes flere måter å regne ut risikopremie på, de vanligste er ved å se på historiske data, implisitt risikopremie eller spørreundersøkelse. Etter en spørreundersøkelse gjort blant selskaper på Oslo børs viser det seg at markedsrisikopremien i det norske markedet har en median på 5% (Pwc 2022) Dette tallet har vært veldig vanlig å bruke, og Pwc har etter mange år på rad kommet frem til 5%. Det er derfor naturlig at vi benytter oss av dette som markedets risikopremie,

7.1.4 Oppsummering – avkastningskravet på egenkapitalen

Avkastningskrav på Egenkapitalen	
Risikofri Rente	3,20 %
Markedsbeta (snitt)	0,3667
Markedets risikopremie	5 %
CAPM	5,03 %

Tabell 14: Avkastningskrav CAPM

$$3,2\% + 0,3667 \times 5\% = 5,03\%$$

Basert på de komponentene som nylig er blitt gjennomgått, kan vi konkludere med at avkastningskravet på egenkapitalen er 5,03% ved bruk av kapitalverdimodellen. Dette avkastningskravet vil fungere som en viktig parameter for å beregne det totale avkastningskravet på kapitalen.

7.2 WACC – Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad

WACC er en metode som brukes til å estimere den gjennomsnittlige kapitalkostnaden for et selskap, Dette beregnes ved å ta hensyn til både egenkapital og gjeldsfinansiering. Avkastningskravet representerer en markedsbasert vektning av både egenkapitalkrav og netto gjeldskrav (Damodaran, 2012). Formelen for WACC vektet avkastningskravet av egenkapitalen, som allerede er estimert, og avkastningskravet for gjeldskapitalen, slik at det blir mulig å sammenligne forskjellige selskaper uavhengig av deres finansielle struktur.

7.2.1 Gjeldskostnad

Denne posten indikerer kostnadene som et selskap vil pådra seg ved å anskaffe lån for å finansiere prosjekter. Kostandene kan beskrives som en funksjon av tre faktorer inkludert risikofri rente, misligholdsrisiko og skattefordelene som følger med gjelden (Damodaran,

2012, s.211) Særlig gjelder dette forholdet mellom forventet avkastning og risiko for lånetaker, og tar hensyn til usikkerhet rundt tilbakebetaling av lånet, samt de skattemessige implikasjonene knyttet til, bruk av gjeld som finansieringskilde.

Scope Ratings GmbH har nylig gjennomført en evaluering av Orklas obligasjoner, og har nå tildelt en rating på A-. Dette indikerer at Orkla har en relativ lav risiko for å ikke kunne oppfylle sine forpliktelser knyttet til utstedte obligasjoner, og dermed også en lav risiko for insolvens. I henhold til

$$\text{Gjeldskostnad før skatt} = 1.62\%(A-) + 3.2(Rf) = 4.82 \%$$

Formel 22: Gjeldskostnad

7.2.2 Konklusjon avkastningskrav til totalkapitalen

$$WACC = 5.03\% * \left[\frac{40\,194\,000\,000}{(66\,012\,000\,000)} \right] + 4.82 * \left[\frac{40\,194\,000\,000}{(66\,012\,000\,000)} \right] * (1 - 22\%)$$

Formel 23: WACC (Weighted average cost of capital)

Vi får her et avkastningskrav på 5.35% på totalkapitalen, som vi skal benytte oss av videre i verdsettelsen.

8. Estimering av verdi

Vi har nå fullført estimeringen av alle nødvendige parametere og er klare til å begynne med både den fundamentale og relative verdsettelsen. Ved å bruke disse funnene, vil vi kunne sammenligne de verdiene vi har funnet med markedsverdien til Orkla våren 2023 og på den måten vurdere om aksjen er underpriset eller overpriset.

8.1 Fundamental Verdsettelse

Vi har til hensikt å fullføre en fundamental verdsettelse av Orkla ved å beregne nåverdien av selskapet ved hjelp av fremtidsprognoser fra kapittel 6 og avkastningskravet fra kapittel 7. Verdsettelsen bygger på totalkapitalmetoden, som involverer fradrag av rentebærende gjeld for å beregne egenkapitalverdien.

Tall i MNOK	2022	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E Terminal	
Driftsinntekter	58391	61 311	64 376	67 595	70 975	74 523	
(-) Driftskostnader f. Avskrivninger	50980	53 529	56 205	59 016	61 967	65 065	
(=) EBITDA	7411	7 782	8 171	8 579	9 008	9 459	
(-) Avskrivninger	2096	2 176	2 258	2 344	2 433	2 526	
(=) EBIT	5315	5 606	5 912	6 235	6 575	6 933	
(-) Skatt	2077	2 181	2 290	2 404	2 525	2 651	
(=) EBIT etter skatt	3238	3 425	3 622	3 831	4 050	4 282	
(+) Avskrivninger	2096	2 176	2 258	2 344	2 433	2 526	
(-) Investeringer	2718	2 857	3 002	3 155	3 316	3 485	
(+/-) Endring arbeidskapital	1000	496	521	547	575	603	
(=) Fri kontantstrøm til totalkapitalen	3616	3 240	3 400	3 567	3 742	3 925	92 103,41
Nåverdi av kontantstrømmene		3 076	3 063	3 050	3 038	3 025	15 251,80

Tabell 15: Fremtidig fri kontantstrøm

I den gitte tabellen er det observert en serie av neddiskonterte kontantstrømmer fra 2023 til 2027, samt en termineringsverdi. Verdien av disse kontantstrømmene i dag, også kjent som nåverdien, utgjør 70,1 milliarder kroner. Det kan også være verdt å merke seg at nåverdien av terminalverdien alene utgjør 82% av selskapsverdien.

Nåverdi av FCFF	15252
Nåverdi av terminalverdi	70138
Selskapsverdi	85390
Netto rentebærende gjeld	17188
Verdi av EK	68202
Antall aksjer	1001
Pris per Aksje	68,13

Tabell 16: Verdiberegning

I tabellen over kan vi observere at verdien av egenkapitalen, etter fradrag av rentebærende gjeld, utgjør 68,202 milliarder. Når denne verdien fordeles på antall utstedte aksjer, resulterer det i en aksjekurs på 68,13 kroner. Det er viktig å merke seg at denne aksjekursen representerer en nedside sammenlignet med den gjeldende markedsprisen på 74,5 kroner. Denne nedsiden tilsvarer en potensiell nedgang på 8,55% i forhold til markedsprisen. Vi anser denne dette kursmålet som et godt estimat og tar i betraktning denne verdien i vår følsomhetsanalyse. Videre vil vi gjennomføre en relativ verdsettelse for å evaluere påliteligheten av aksjekursen.

8.2 Komparativ Verdsettelse

Vi skal nå beregne verdien til Orkla ASA ved bruk av multipler basert på sammenlignbare selskaper. For å få en indikasjon på relativ prising, skal vi se på tre ulike multipler som vi mener er relevante. Når vi beregner gjennomsnittet av multiplene, fjerner vi unødvendig støy. Dette kan være selskaper som skiller seg mye ut fra resten, og vi vil fjerne den fra beregningen for å få en mer nøyaktig verdi på Orkla i forhold til de sammenlignbare selskapene. Hvis et selskap har hatt negativ inntjening, vil vi for eksempel ikke inkludere det i beregningen av P/E- multiplene, siden det ikke vil gi oss en nøyaktig sammenligning av Orkla.

8.2.1 Sammenlignbare selskaper

Vi har tidligere angitt at vi har valgt å sammenligne Orkla med Nestlé, Unilever og Mondelez International. Den 20.04.2023 hadde Orkla en Aksjekurs på 74.50kr. For å vurdere den komparative verdsettelsen vil vi estimere en aksjekurs basert på bransjegjennomsnittet, og deretter vurdere om det er en indikasjon på kjøps- eller salgsmuligheter avhengig av prisforskjellene. Dette gjøres ved å utføre flere analyser av multiplikatorene ut ifra deres relevans, for å bestemme en pris. Denne nye verdien vil kunne styrke prisen som er beregnet ved bruk av diskonteringsmetoden, Alle tall som brukes i analysen er hentet fra offentlige årsrapporter for de aktuelle selskapene. Sammenlignbare tall for de andre selskapene er hentet fra Finace.yahoo.com og verdier gjelder fra 20.04.2023.

8.2.2 Valg av multiplikatorer

Det er viktig og forstå hver multippel har sine fordeler og ulemper og de kan ha ulik nytteverdi i forskjellige situasjoner. Det finnes hovedsakelig tre typer multipler: inntjeningsbaserte, omsetningsbaserte og balansebaserte. De inntjeningsbaserte multiplene har utgangspunkt i selskapets resultat og kontantstrøm, og benytter forholdstall som EBIT og EBITDA. Disse multiplene indikerer hvor mange år med gjeldende inntjening som er nødvendig for å oppnå forventet verdi. Vanlige inntjeningsbaserte forholdstall inkluderer Price/Earnings og EV/ EBITDA.

Balansebaserte multipler viser forholdet mellom selskapets pris og den bokførte verdien av egenkapitalen. Disse multiplene er preget av regnskapsregler og prisen på eiendelene til selskapet. Den mest brukte balansebaserte multiplen er Price/book, som viser verdien av et selskap dersom alle eiendeler blir likvidert og all gjeld ble betalt i dag. En ulempe med denne metoden er at kompetansen til ansatte, prosesser og gode leverandørforhold ikke blir tatt med i beregningen. Dette kan være en viktig faktor for selskaper som Orkla.

Omsetningsbaserte multipler tar utgangspunkt i selskapets omsetning og fungerer på samme måte som inntjeningsbasert multipler. En ulempe med omsetningsbaserte multipler er at de ikke tar hensyn til profittmarginer, noe som kan variere mye innenfor en bransje.

For en bransje som Orkla operer i, anses EV/EBITDA og P/E som de mest relevante multiplene, selv om det også kan være nyttig å bruke P/B, til tross for at den ikke tar hensyn til immaterielle verdier. Det er likevel viktig å merke seg at det kan være nødvendig å supplere med flere multipler for å få en mer komplett vurdering av selskapets fundamentale verdsettelse.

8.2.3 P/E

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

Formel 12: P/E

Orkla	14,16
Nestel	37,59
Unilever	14,19
Mondelez	35,76
Bransjenitt	25

Tabell 17: P/E multiplene Bransjesnitt (Yahoo Finance)

Price to Earning forholdet gir en indikasjon på antall år det vil ta før selskapets overskudd tilsvarer dagens aksjekurs. P/E- verdien er vanligvis stabil for sammenlignbare selskaper, men vi finner at Orkla skiller seg ut med en lavere verdi enn resten av bransjen og en lavere prising i forhold til deres inntjening. Det er flere faktorer som ikke blir tatt hensyn til i denne multipelen, som selskapenes kapitalstruktur. Vi har tidligere funnet at Orkla har en lavere gjeldsgrad enn andre selskaper.

Videre for å beregnes verdien av Orkla ved hjelp av multiplisere gjennomsnittlig bransje P/E-verdien med Eps (Inntjening per aksje).

Bransjesnitt	25
EPS	4,98
Aksjekurs	126,62

Tabell 18: P/E Aksjekurs Bransjesnitt (Yahoo Finance)

8.2.4 P/B

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

Formel 11: P/B

Orkla	1,84
Nestel	7,542
Unilever	6,04
Mondelez	3,64
Bransjenitt	4,77

Tabell 19: P/BV multipl Bransjesnitt (Yahoo Finance)

Vi kan observere at samtlige selskaper har en pris to book- verdi på over 1, hvilket impliserer at alle selskapene skaper en positiv merverdi. Det er desto ikke mindre verdt å merke seg at Orkla skiller seg ut fra de øvrige selskapene, ettersom selskapet har den laveste verdien og under bransjegjennomsnittet. Dette kan tilskrives de betydelige forskjellene som vi har påpekt i regnskapsanalysen. De øvrige selskapene har en langt høyere krav til egenkapitalen, noe som kan resultere i en høyere P/BV forhold. I tillegg har de sammenleggbare selskapene en vesentlig høyere grad av gjeld, hvilket kan føre til et unøyaktig bilde av verdiskapingen. Dette kan også skyldes en høy grad av immaterielle eiendeler, som ikke blir bokført i egenkapitalen. Hvis et selskap har høy kapitalkostnad og en lav P/BV, kan det indikere at selskapet er underpriset. Dette er imidlertid ikke tilfellet her.

Ved å multiplisere bransjegjennomsnittet med Orklas bokførte egenkapital og dividere resultatet med antall utestående aksjer, kan aksjeverdien beregnes basert på P/B-ratio.

Orkla bookførst EK	43,2
Bransjesnitt	4,77
P/BV aksjekurs	205,87

Tabell 20: P/BV aksjekurs Bransjesnitt (Yahoo Finance)

8.2.5 EV/EBITDA

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Enterprise Value}}{EBITDA}$$

Formel 14: EV/EBITDA multipl

$$EV = \text{Markedsverdi EK} + \text{netto rentebærende gjeld} - \text{kontanter}$$

Formel 15: Enterprise value

Den siste multiplikatoren som blir brukt i analysen er EV/EBITDA, som er en svært utberedt og anvendt metode. Den multiplikatoren tar hensyn til hele verdien av selskapet i forhold til driftsresultatet før avskrivninger, nedskrivninger og netto finansinntekter. Dermed tar metoden hensyn til både kapitalstruktur og finansieringsstrategi, i motsetning til P/E. EV/EBITDA- metoden er spesielt egnet for selskaper som har store avskrivninger, som følge av investeringer eller oppkjøp av andre selskaper (Damodaran,2012).

Metoden er også godt egnet for å beregne den underliggende driften il selskapet. Det er imidlertid verdt å merke seg at EV/EBITDA- metoden ikke tar hensyn til fremtidige vekstutsikter og risiko, og fungerer derfor best som et supplement til andre analysemetoder.

TTM	EV/EBITDA
Orkla	9,26
Nestle	23,97
Unilever	12,17
Mondelez Int	24,64
Brenasjesnitt	17,51

Tabell 21: EV/EBITDA multiplert Bransjesnitt (Yahoo Finance)

Det kommer tydelig frem at Orkla har en betydelig lavere EV/EBITDA-verdi enn sine sammenlignbare selskaper. Dette kan indikere at markedsverdien til Orkla ikke i samsvar med inntjeningene, eller at de andre øvrige selskapene for høy markedsverdi i forhold til inntjening. Ved å multiplisere bransjens EV/EBITDA-gjennomsnitt med Orklas EBITDA og deretter dividere med antall utestående aksjer, får vi beregnet aksjekurs på omtrent 155,79 kr. Selv om dette er betydelig høyere enn nåværende kursmål, vil dette bli tatt med i betraktningen i den videre verdsettelsen.

EBITDA (ORKLA)	8 910 000 000
EV Orkla- Bransjesnitt	156 014 100 000
Antall Aksjer ORKLA	1 001 430 970
Aksjekurs	155,79

Tabell 22: EV/EBITDA Implisert Aksjekurs med bransjesnitt

Dersom vi utelukkende vurderer Orklas EV/EBITDA- verdi isolert fra bransjesnittet, kan vi beregne en aksjekurs på 90,16kr. Dette gir oss et perspektiv på den betydelige innvirkningen som avviket i EV/EBITDA-verdien har på verdsettelsen.

MarketCap 20.04.2023	74 606 607 265,00
Netto Rentebærende gjeld	17 188 000 000
Kontantbeholdning	1 502 000 000
EV Orkla	90 292 607 265,00
Antall Aksjer Orkla	1 001 430 970,00
Aksjekurs Orkla Uten bransje	90,16

Tabell 23: EV/EBITDA Implisert Aksjekurs med Orkla ASA egen Multipl

8.2.6 Oppsummering

Her har valgt å sammenfatte våre kursmål og veie dem i henhold til deres relative betydning. Vi har besluttet å tillegge P/E-forholdet størst vekt, ettersom det gir et estimat for Orklas markedsverdi med minst avvik fra bransjesnittmultipl, og dermed gir et mer nøyaktig estimat for selskapets verdi. P/BV- forholdt har vi utelatt fra vår videre analyse, ettersom det ikke gir noe relevant indikasjon på selskapets markedsverdi og dermed gir et overvurdert estimert.

Gjennomsnitlig verdi basert på multiplanalysen		
	P/E	EV/EBITDA
Aksjekurs	kr 126,63	kr 155,79
Vekting	40 %	60 %
Orkla		
Estimert kursmål	kr 144,13	
Aksjekurs 20.04.2023	kr 74,50	
Oppside	93 %	

Tabell 24: EV/EBITDA Implisert Aksjekurs med Orkla ASA egen Multipl

Gjennomsnittlig verdi basert på multippelanalsyen		
	P/E	EV/EBITDA
Aksjekurs	kr 126,63	kr 90,16
Vekting	40 %	60 %
Orkla		
Estimert kursmål	kr 104,75	
Aksjekurs 20.04.2023	kr 74,50	
Oppside	41 %	

Tabell 25: EV/EBITDA Implisert Aksjekurs med Orkla ASA egen Multiappel

I dette arbeidet har vi foretatt en sammenligning av hvordan bransjesnittet påvirker kursmålet estimering. For å utføre analysen beregnet vi både EV/EBITDA med bransjesnitt og Orklas egen multiplikator. Vi observerte en betydelig endring i oppsiden på aksjekursen, noe som kan tilskrives en betydelig lavere multiplikator for Orkla sammenlignet med bransjesnittet. Som følge av dette, fører bruk av gjennomsnittsverdien til at estimatet blir vesentlig overpriset.

8.2.7 Konklusjon komparativ verdsettelse

Orkla sin egen EV (Enterprise Value) brukes i den komparative verdsettelsen fordi det kan gi en mer nøyaktig og presis verdivurdering av selskapets verdi. Vi brukes ikke bransjesnittet grunnet bransjesnittet gir et urealistisk estimat på Orkla, da de har andre egenskaper som skiller seg fra de komparative selskapene.

Videre kan det høye kursmålet som følge av bransjesnittet, være et resultat av overvurdering av bransjen som helhet. Totalt vil bruken av Orklas egen EV i denne komparative verdsettelsen gi en mer nøyaktig Verdsettelse av selskapets egenkapital. Ved å ta hensyn til selskapets unike egenskaper, og samtidig unngå en overestimering av kursen som kan være av bransjesnittet. Vi får da en får da et kursmål på 104,75 som følge av den komparative verdsettelsen. Dette vil da gi Orkla en oppside på 41% i forhold til dagens kursmål.

Gjennomsnittlig verdi basert på multippelanalsyen			
	P/E		EV/EBITDA
Aksjekurs	kr	126,63	kr 90,16
Vekting		40 %	60 %
Orkla			
Estimert kursmål	kr	104,75	
Aksjekurs 20.04.2023	kr	74,50	
Oppside		41 %	

Tabell 26: EV/EBITDA Implisert Aksjekurs med Orkla ASA egen Multiappel

9. Sensitivitetsanalyse

I den avsluttende delen av denne analysedelen av oppgaven vil vi utføre en sensitivitetsanalyse med formål å vurdere verdiestimatets pålitelighet. Den fundamentale analysen baserer seg på framtidsutsikter, så det er ingen absolutt sikkerhet for at estimatene for fremtiden vil holde seg. Av den grunn kan det være hensiktsmessig å undersøke hvordan aksjeprisen ville utvikle seg hvis det hadde vært endringer i de tallene vi har kommet frem til. De mest påvirkelige parameterne i den fundamentale analysen er avkastningskravet til totalkapitalen, og terminalveksten, og det er disse parameterne vi skal undersøke nærmere.

9.1 Avkastningskrav

Avkastningskravet er en sentral faktor i verdsettelsen av aksjer, da den har stor påvirkning på den endelige aksjekursen. Dette skyldes at avkastningskravet brukes i prosessen av å diskontere kontantstrømmene og er en viktig faktor i beregningen av terminalverdien. Hvis avkastningskravet øker, vil nevneren øke, og dermed vil terminalverdien reduseres.

Avkastningskravet er også viktig fordi det representerer blant annet risikoen knyttet til investeringen. Det er mange faktorer som kan påvirke størrelsen på det endelige avkastningskravet, inkludert rentenivå, markedsrisiko og selskapsspesifikke risikoer. Derfor er det viktig å nøye analysere hver beslutning som tas for å unngå upresise beregninger og sikre en nøyaktig verdsettelse.

Beslutninger som tas underveis i verdsettelsesprosessen er avgjørende for det endelige resultatet, og derfor er det viktig å være oppmerksom på potensielle upresisiteter og nøye vurdere alle faktorer som påvirker avkastningskravet.

Endring	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %		5 %	10 %	15 %	20 %
WACC	4,36	4,59	4,83	5,08	5,35	5,62	5,90	6,19	6,50
Aksjekurs	97,53	88,69	81,01	74,28	68,13	62,91	58,25	54,09	50,23

Tabell 27: Sensitivitet Avkastningskrav WACC

I vår analyse har vi observert at en negativ endring i avkastningskravet har en betydelig innvirkning på aksjekursen. Dette kan komme av at en reduksjon i WACC fører til en økning i nåverdien av fremtidige kontantstrømmer og en reduksjon i diskonteringsfaktoren. Som et resultat vil aksjekursen stige brattere enn ved en tilsvarende positiv endring i WACC, der økningen i diskonteringsfaktoren vil føre til en mindre økning i nåverdien av kontantstrømmene.

9.2 Terminalverdi

Endring	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %		5 %	10 %	15 %	20 %
Stabil Vekst	1,63	1,71	1,81	1,90	2,00	2,10	2,21	2,32	2,43
Aksjekurs	60,94	62,37	64,25	66,04	68,13	70,36	72,97	75,78	78,79

Tabell 28: Sensitivitet Terminalverdi Stabil Vekst

En av de avgjørende faktorene i en fundamental verdsettelse er den stabile veksten i terminalverdiberegningen. Terminalverdi refererer til den verdi et selskap har ved slutten av en fastsatt tidsperiode, og vekstraten for denne verdien er en vesentlig variabel i verdsettelsen. Det er vanskelig å fastslå en nøyaktig stabil vekstrate da det er alltid en betydelig grad av usikkerhet til stede. Tidligere argumenter vi for en stabil vekstrate på 2%. Imidlertid kan det være vanskelig å fastslå en eksakt stabil vekstrate på grunn av de mange usikkerheten som kan påvirke den Det er verdt å merke seg at en lav vekstrate kan ha en betydelig dempende effekt på kursmålet, mens en høy vekstrate kan kursmålet. Dette er ikke overraskende, og en justering i begge retninger kan være berettiget og nødvendig for å komme frem til en riktig verdi.

9.2 Kursmål

Vi legger her inn verdien fra den komparative verdsettelsen, og vekter de to verdiene.

Orkla	Pris	Vekt
PE	126,62	40 %
EV/EBITDA	90,16	60 %
Aksjekurs	104,74	

Tabell 29: Kursmål Vektet

I det endelige kursmålet har vi foretatt en vekting som gir størst betydning til den fundamentale verdsettelsen. Denne beslutningen ble tatt med hensyn til inkluderingen av strategisk analyse, og vi anser denne verdsettelsen som den mest pålitelige indikatoren for selskapets underliggende verdi. Vi har også funnet det hensiktsmessig å inkludere den komparative verdsettelsen for å fange opp markedets sentiment. Vår begrunnelse for å inkludere den komparative verdsettelsen er basert på observasjonen av høye multipler hos mange selskaper, som blant annet er avdekket gjennom den komparative verdsettelsen. Dette antyder at aksjemarkedet er priset for høyt i forhold til selskapenes fundamentale verdier.

		Vekt
Fundamental	68,13	70 %
Komparativ	104,74	30 %
Kursmål	79,11	

Tabell 30: Kursmål Vektet

10. Konklusjon

Vi hadde som formål med denne oppgaven å besvare problemstillingen

«Hva er verdien av Orkla ASA våren 2023 og hva er tilhørende aksjepris?».

For å oppnå dette, har vi utført en omfattende evaluering av selskapet gjennom ulike analyser. Vi har presentert Orkla ASA som konsern, med fokus på både historiske og nåværende data. Vi har utført en strategisk analyse basert på interne og eksterne påvirkninger, inkludert VRIO-modellen og Porters Fem konkurransekrefter. Disse resultatene ble oppsummert i en SWOT- analyse, som konkluderte med at Orkla har konkurransefortrinn gjennom lokal kundelojalitet, sterke merkevarer og en diversifisert portefølje.

Videre gjennomførte vi en grundig regnskapsanalyse av Orkla, hvor vi kunne konkludere med at selskapet har en sunn økonomisk situasjon. Analyseringen av likviditet, soliditet og lønnsomhet indikerte alle positive resultater. Denne informasjonen ble tatt med til kapittel 7, da vi regnet ut avkastningskravet. Her anvender vi risikofrie renten, beta, skattesatser og markedsrisikopremie. Der vi fikk et avkastningskrav på 5,03%. Denne dataen brukte vi til å beregne den neddiskonterte nåverdien av selskapets fremtidige kontantstrømmer. Dette resulterte i en estimert verdi på 85 390 MNOK og et aksjekursmål på 68,13 NOK. I den komparative verdsettelsen fikk vi en aksjekurs på 104,74 NOK. Etter vekting av fundamental og komparativ verdsettelse, konkluderer vi problemstillingen med at Orkla har en egenkapitalverdi på 79 223 MNOK, eller 79,11 NOK per aksje. Sammenlignet med markedsverdien til aksjen på 74,5 NOK, mener vi at Orkla aksjen er underpriset og at den har en potensiell oppside på 6,18%

11. Kritikk til oppgaven

I løpet av denne oppgaven har det vært flere makroøkonomiske endringer, samt nyheter fra Orkla som er relevante å nevne. Konflikten i Ukraina har ført til en stor økning i råvareprisene, som har påvirket Orkla. Dette kan ha resultert i usikkerhet i verdsettelsen, ettersom kontantstrømanalysen i stor grad baseres på historisk inntjening. Det bør også nevnes at Orkla har gjennomført store endringer i selskapsstrukturen mens oppgaven har blitt skrevet.

En annen relevant kritikk er at vår analyse har basert seg mye på Orkla sine egne årsrapporter. Det anbefales vanligvis å bruke informasjon fra mer nøytrale og uavhengige kilder. Likevel, siden det meste av informasjonen vi brukte var tallbasert, anså vi det som mindre sannsynlig at Orkla ville være biased i sin presentasjon av disse tallene.

Vi har gjort vårt beste for å ikke la dette distrahere vår oppfatning av verdien til Orkla ASA.

Bibliografi

Bjerregaard, A. (2022, 24.10) *Orkla vs. Sammenlignbare Selskaper. (Fem år med nullavkastning for Stein Erik Hagen)* Hentet fra:
<https://www.finansavisen.no/industri/2023/02/24/7988768/fem-ar-med-nullavkastning-for-stein-erik-hagen>

Brealy, R. A, Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2019). *Fundamentals of Corporate Finance*. McGraw-Hill Education

Consultancy. (2021, 08.02). *The world's 40 largest fast moving consumer goods companies*. Hentet fra:
<https://www.consultancy.uk/news/26874/the-worlds-40-largest-fast-moving-consumer-goods-companies>

Damodaran, A (2012) *investment Valuation. John Wiley & Sons, Inc.*

DigitalNorway (2022. 05.12) *Porters fem krefter: Slik gjør du en konkurrent-analyse*. Hentet fra:
<https://digitalnorway.com/porters-fem-krefter-slik-gjor-du-en-konkurrentanalyse/>

Ferris, K. & Johnson, M. (2021). *Corporate Finance: Principles and Practice*. Cambridge University Press.

Finanseksperten (2022) *Egenkapitalrentabilitet*, Hentet fra:
<https://finanseksperten.no/egenkapitalrentabilitet/>

Finansavisen (27.10.22) *Rigger Orkla for økt verdiskapning* Hentet fra:
<https://www.finansavisen.no/nyheter/industri/2022/10/27/7952513/rigger-orkla-for-okt-verdiskapning>

Flatval, V.S, Gunstad, I.F, Røtnes, R (13.09 2022). *Samfunnsnyttene av dagligvarehandelens egne merkevarer*. Hentet fra:

<https://static1.squarespace.com/static/576280dd6b8f5b9b197512ef/t/63208a8f181fb57c4e0f4b60/1663077009397/R11-2022+Samfunnsnytt+av+dagligvarehandelens+egne+merkevarer.pdf>

Forbes. (2022, 12.05). *The Global 2000*. Hentet fra:

<https://www.forbes.com/lists/global2000/?sh=102c77ff5ac0>

Grihamar, S. (2022, 03.01). *Unilever får ikke selge rengjøringsprodukter i Norge*.

Finansavisen. Hentet fra:

<https://www.finansavisen.no/nyheter/jus/2022/01/03/7768457/unilever-far-ikke-selge-rengjoringsprodukt-i-norge>

Haugan, M. & Myrvang, K. (2023, 04.02) *De dominerer, du betaler prisen*. VG. Hentet fra:

<https://www.vg.no/nyheter/innenriks/i/EQjEka/de-dominerer-mathyllene-du-betaler-prisen>

Knudsen, J. (2022, 05.05). *Orkla varsler ytterligere prisøkninger etter krigen i Ukraina*. E24. Hentet fra:

<https://e24.no/boers-og-finans/i/7dzqx9/orkla-varsler-ytterligere-prisoekninger-etter-krigen-i-ukraina>

Knudsen, J. (2023, 11.04). *IMF ser svakere vekst og høyere inflasjon: – Bankuroen minner oss om at situasjonen er skjør*. E24. Hentet fra:

<https://e24.no/internasjonaoekonomi/i/kEeBAa/imf-ser-svakere-vekst-og-hoeyere-inflasjon-bankuroen-minner-oss-om-at-situasjonen-er-skjoer>

Konkurransetilsynet. (2021, 27. august). *Om oss: Samfunnsoppdrag og strategi*.

<https://konkurransetilsynet.no/om-oss/samfunnsoppdrag-og-strategi/>

Lorvik, N. (2020, 23.12). *Stadig færre Gilde-produkter i dagligvarehyllene: - Det er krevende for oss*. Nettavisen. Hentet fra:

<https://www.nettavisen.no/okonomi/stadig-farre-gilde-produkter-i-dagligvarehyllene-det-er-krevende-for-oss/s/12-95-3424063307>

Norges Bank. (2023, 30.01). *Generiske statsrenter*. Hentet fra:

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/generiske-statsrenter/>

OECD. (n.d.). *Long-term global growth - Bloomberg brief*. Hentet fra:

<https://www.oecd.org/economy/lookingto2060long-termglobalgrowthprospects.htm>

(Orkla, 2023). *Årsrapport 2022*. Orkla, Hentet fra:

https://www.orkla.no/wp-content/uploads/sites/2/2022/03/Årsrapport-NORSK_Final.pdf

(Orkla, 2022). *Årsrapport 2021*. Orkla, Hentet Fra:

https://www.orkla.no/wp-content/uploads/sites/2/2022/03/Årsrapport-NORSK_Final.pdf

(Orkla, 2022) *Sustainability & Plant-based* Hentet fra:

<https://www.orkla.com/sustainability/plantbased/>

Regjeringen (2022, 23.12) *Dagligvarekjedenes egne merkevarer og vertikal integrasjon skal utredes*. Hentet fra:

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/dagligvarekjedenes-egne-merkevarer-og-vertikal-integrasjon-skal-utredes/id2952902/>

Unilever (2022). *Q4 and Full Year 2022 results full announcement*. Hentet fra:

<https://www.unilever.com/files/91ad891b-a5cd-4a79-823d-83b82b31615a/ir-q4-2022-full-announcement.pdf>

Osvik (2017, 20.09) *Hva er din virksomhet verdt?* Ledernytt. Hentet fra:

<https://www.ledernytt.no/hva-er-din-virksomhet-verdt.5299417-112537.html>

Knudsen (2023,11.04) *IMF ser svakere vekst og høyere inflasjon: – Bankuroen minner oss om at situasjonen er skjør*, E24. Hentet fra:

<https://e24.no/internasjonaoekonomi/i/kEeBAa/imf-ser-svakere-vekst-og-hoeyere-inflasjon-bankuroen-minner-oss-om-at-situasjonen-er-skjoer>

(NHO, 2022) *Selskapsskattesatser 1981-2019*.

Hentet fra:

<https://www.nho.no/tema/skatter-og-avgifter/artikler/selskapsskatt/>

Norges Bank (2023. 30.01) *Generiske statsrenter*. Hentet fra:

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/generiske-statsrenter/>

OECD. (n.d.). *Long-term global growth - Bloomberg brief. OECD*. Hentet fra:

<https://www.oecd.org/economy/lookingto2060long-termglobalgrowthprospects.htm>

PwC. (2019). *Regnskapsføring av leiekontrakter etter IFRS 16* [Rapport]. Hentet fra:

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/regnskapsf%C3%B8ring-av-leiekontrakter-etter-ifrs-16.pdf>

PwC. (2022). *Risikopremien. Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra:

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

Yahoo finance. (2023) *Historiske aksjekurser Orkla ASA*. Hentet fra:

<https://finance.yahoo.com/quote/ORK.OL?p=ORK.OL&.tsrc=fin-srch>

Yahoo finance. (2023) *Historisk kurs MSCI*. Hentet fra:

<https://finance.yahoo.com/quote/MWL%3DF/history?p=MWL%3DF>

Yahoo finance. (2023) *Nestlé*. Hentet fra:

<https://finance.yahoo.com/quote/NSRGY?p=NSRGY&.tsrc=fin-srch>

Yahoo finance. (2023) *Unilever*. Hentet fra:

<https://finance.yahoo.com/quote/UL?p=UL&.tsrc=fin-srch>

Yahoo finance. (2023) *Mondelez Int*. Hentet fra:

<https://finance.yahoo.com/quote/MDLZ?p=MDLZ&.tsrc=fin-srch>