

Sebastian Nordstrøm Heibø
Nicolai Aune Småge
Johan Christoffer Sørensen

Verdsettelse av Orkla

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon

Veileder: Hans Marius Eikseth

April 2021

Sebastian Nordstrøm Heibø
Nicolai Aune Småge
Johan Christoffer Sørensen

Verdsettelse av Orkla

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon
Veileder: Hans Marius Eikseth
April 2021

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

Forord

Denne oppgaven er en avsluttende oppgave i Bachelorgraden vår i Økonomi og Administrasjon med spesialisering i finansiell styring på NTNU Handelshøyskolen. Oppgaven gir 7,5 studiepoeng og har en bestått / ikke bestått karakterskala. Oppgaven løses ved bruk av kunnskap og ferdigheter vi har opparbeidet oss gjennom denne tre-årige graden.

Oppgaven gir oss en mulighet til å anvende den teoretiske kunnskapen vi har samlet opp i praksis. Oppgaven har gitt oss en ny forståelse for hvordan en verdsettelsesprosess gjennomføres, og den har gitt oss nyttig innsikt og kunnskap som vi kan ta med oss videre.

Vi vil gjerne takke vår veileder Hans Marius Eikseth for god veiledning og hjelp underveis i denne prosessen.

NTNU Handelshøyskolen Trondheim, april 2021

Sebastian Nordstrøm Heibø
Nicolai Aune Småge
Johan Christoffer Sørensen

Sammendrag

Vår oppgave er å finne verdien til Orkla ASA på tidspunktet 31.12.2019. Oppgaven er en bacheloroppgave i finansiell styring på NTNU Handelshøyskolen. Vi gjennomfører tre større analyser med noen delanalyser innad. Disse er en strategisk analyse, en regnskapsanalyse og en finansiell analyse.

I starten av oppgaven ser vi på vår motivasjon til oppgaven og problemstillingen vi har valgt. Deretter har vi en selskaps- og bransjebeskrivelse der vi går gjennom Orklas historie, deres mål og verdier og hvilken bransje de tilhører.

Deretter går vi inn i den strategiske analysen som ser på forhold som påvirker Orkla både internt og eksternt. Vi bruker SVIMA-modellen, PESTEL-modellen og Porters femkraftsmodell for å gjøre dette. Informasjonen fra disse modellene oppsummeres i en SWOT-analyse til slutt. Etter det har vi en regnskapsanalyse der vi går gjennom Orklas resultatregnskap og balanseregnskap for å finne og illustrere nøkkeltall som sier noe om hvor god deres lønnsomhet, finansiering, likviditet og soliditet er.

I den siste analysen, den finansielle, har vi svart på problemstillingen ved å verdsette Orkla ASA per 31.12.2019. Dette gjøres ved å finne ett avkastningskrav, en vekstfaktor og en prognose av Orklas fremtidige kontantstrømmer. Dette brukes til å estimere en aksjepris for Orkla og vi konkluderer med at Orklas aksjepris den 31.12.2019 er 104,21 kr, noe som gir selskapet en verdi på 104 359 millioner kr.

Abstract

This paper's purpose is to find the value of Orkla ASA per 31.12.2019. The paper is a bachelor's in financial management at NTNU Business School. We performed three main analyses, with minor analyses within. These are a strategic analysis, an accounting analysis, and a financial analysis.

In the start of this paper, we go through our motivation and the problem we are addressing. After this we summarize the history, goals, and values of Orkla ASA along with information about their field of business.

Then we present our strategic analysis which looks at internal and external conditions that effect Orkla. We use the SVIMA-model, the PESTEL-model, and the Porters five forces model to do this. The information from these models is analysed with a SWOT-analysis in the end. After this we implement an accounting analysis where we present their income statement and their balance sheet to find key financial figures that gives us an overview of their profitability, financing, liquidity, and their solidity.

In the final part of this paper, we value Orkla which answers the problem we were addressing. We do this by finding a required rate of return, a growth factor and create a prognosis of Orkla's future cash flows. This is used to estimate a stock price for Orkla, and we conclude that the price of stock in Orkla is 104.21 NOK at the 31.12.2019. This gives the company a total value of 104 359 million NOK.

Innholdsfortegnelse

Forord	1
Sammendrag	2
Abstract	2
Figurliste	6
Tabelliste	6
1 Innledning	7
1.1 Motivasjon.....	7
1.2 Problemstilling	7
1.3 Avgrensning	7
1.4 Oppbygning.....	7
2 Selskaps- og bransjebeskrivelse	9
2.1 Introduksjon av Orkla	9
2.2 Orklas forretningsområder	9
2.3 Historie	11
2.4 Visjon, forretningside og kjerneverdier	13
2.5 Mål og strategi	15
2.6 Ledelse.....	15
2.7 Aksje og eiere.....	16
2.8 Hvem er konkurrentene og hva skiller dem fra Orkla?	16
3 Strategisk analyse	17
3.1 Intern analyse	17
3.1.1 SVIMA-analyse	17
3.2 Porters fem konkurransekrefter.....	20
3.2.1 Nyetableringer	20
3.2.2 Konkurransenintensitet blant etablerte aktører	21
3.2.3 Press fra substitutter	22
3.2.4 Kundenes forhandlingsposisjon	22
3.2.5 Leverandørens forhandlingsposisjon	23
3.3 PESTEL	23
3.3.1 Politiske faktorer	23
3.3.2 Økonomiske forhold	24
3.3.3 Sosiokulturelle forhold	25
3.3.4 Teknologiske forhold	26
3.3.5 Miljømessige forhold	26
3.3.6 Juridiske forhold	27
3.4 SWOT-analyse	27
3.4.1 Styrker.....	27
3.4.2 Svakheter	27
3.4.3 Muligheter	27
3.4.4 Trusler	28

4 Regnskapsanalyse.....	29
4.1 Lønnsomhet:	30
4.1.1 Resultatmarginen:	31
4.1.2 Totalkapitalrentabiliteten.....	32
4.1.3 Egenkapitalrentabilitet:	33
4.2 Finansiering:.....	34
4.2.1 Finansieringsgrad 1:.....	35
4.2.2 Arbeidskapital:.....	36
4.3 Likviditet:	36
4.3.1 Likviditetsgrad 1:	37
4.3.2 Likviditetsgrad 2:	38
4.4 Soliditet:	38
4.4.1 Egenkapitalandel:	38
4.4.2 Gjeldsgrad:.....	39
4.5 Oppsummering regnskapsanalyse:.....	40
5 Finansiell analyse.....	42
5.1 Fundamental verdsettelse	42
5.1.2 Diskontert Kontantstrømmetode:	42
5.1.3 Avkastningskrav:.....	42
5.1.4 Estimert kontantstrøm	46
5.2 Markedsbasert verdsettelse	51
5.2.1 Selskaper vi sammenligner med:.....	51
5.2.2 P/E (Price to Earnings):	51
5.2.3 P/B (Price to Book value).....	53
5.2.4 Oppsummering og verdsettelse:	55
5.3 Sensitivitetsanalyse	56
5.3.1 Avkastningskrav (WACC):	56
5.3.2 Vekstfaktoren (g):	57
6 Kritikk.....	58
6.1 Strategisk analyse:.....	58
6.2 Regnskapsanalyse:	58
6.3 Fundamental verdsettelse:	58
6.4 Markedsbasert verdsettelse:	59
7 Konklusjon.....	60
8 Litteraturliste:.....	61

Figurliste

Figur 1: Geografisk fordeling av salgsinntekter (Orkla, 2020, s. 8)	9
Figur 2: Driftsinntekter pr. forretningsområde.....	10
Figur 3: Største aksjonærer i Orkla (Orkla, 2020, s. 260)	16
Figur 4: Resultatmargin	32
Figur 5: Totalkapitalrentabilitet	33
Figur 6: Egenkapitalrentabilitet	34
Figur 7: Finansieringsgrad 1	35
Figur 8: Arbeidskapital	36
Figur 9: Likviditetsgrad 1.....	37
Figur 10: Gjeldsgrad	40
Figur 11: Sammenligning av ORK og DAX siste 5 år (DN Investor)	45
Figur 12: Historiske og estimerte driftsinntekter	47
Figur 13: Price-to-earnings.....	52
Figur 14: EV/EBITDA	53
Figur 15: Price-to-book Value	54

Tabelliste

Tabell 1: SVIMA-tabell.....	17
Tabell 2: Resultatregnskap Orkla ASA (i millioner) (Tall hentet fra proff.no).....	29
Tabell 3: Balanseregnskap Orkla ASA (i millioner) (Tall hentet fra Proff.no).....	30
Tabell 4: Resultatmargin	31
Tabell 5: Totalkapitalrentabilitet	33
Tabell 6: Egenkapitalrentabilitet.....	34
Tabell 7: Finansieringsgrad 1	35
Tabell 8: Arbeidskapital.....	36
Tabell 9: Likviditetsgrad 1	37
Tabell 10: Egenkapitalandel	39
Tabell 11. Egenkapitalandel	39
Tabell 12: Beta	44
Tabell 13: Historiske og estimerte driftsinntekter	47
Tabell 14: Historiske og estimerte driftskostnader	48
Tabell 15: Historiske og estimerte avskrivninger	48
Tabell 16: Estimerting av endring i arbeidskapital.....	49
Tabell 17: Estimert verdi Orkla ASA	50
Tabell 18: Estimerte markedsverdier komparativ analyse	55
Tabell 19: Sensitivitetsanalyse WACC.....	56
Tabell 20: Sensitivitetsanalyse vekstfaktor	57

1 Innledning

1.1 Motivasjon

Denne oppgaven er skrevet som en avsluttende bacheloroppgave innen fordypningsområdet finansiell styring ved vår bachelor i Økonomi og Administrasjon. I denne oppgaven tar vi for oss selskapet Orkla ASA. Orkla er et sentralt selskap i det norske dagligvaremarkedet og er også godt etablert i andre deler av Europa og verden. Vi synes Orkla er et spennende selskap å ta for seg i verdsettelsen da det er et av Norges største og eldste selskaper. Orkla er Norges største leverandør av dagligvarer og produserer og selger produkter som de fleste nordmenn bruker hver eneste dag. Vi synes derfor det vil være interessant å bli bedre kjent med Orkla og dets historie, samt å ta i bruk ulike teoretiske rammeverk i analysen av selskapet. Det å gjennomføre en verdsettelse gir oss mulighet til å anvende flere av kunnskapene og ferdighetene vi har tilegnet oss i løpet av de tre årene ved bachelorstudiet i Økonomi og Administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen.

1.2 Problemstilling

Målet med denne oppgaven er å komme frem til Orklas markedsverdi. Problemstillingen vi skal forsøke å besvare er:

Hva er markedsverdien til Orkla ASA per 31.12.2019?

1.3 Avgrensning

Denne verdsettelsen forsøker å finne markedsverdien av Orkla ved utgangen av 2019. Dette kommer av at årsrapporten og regnskapstallene til Orkla for 2020 ikke blir publisert før slutten av mars 2020. I oppgavene har vi brukt regnskapsdata for perioden 2015 til 2019. Verdsettelsen av selskapet er per 31.12.2019 og gjort med den informasjonen tilgjengelig før årsrapporten for 2020 ble publisert. Enkelte deler av oppgaven er skrevet med informasjon fra årsrapporten for 2020. Blant annet enkelte deler av selskaps- og bransjebeskrivelsen.

Av kildegrunnet brukt i oppgaven er det hovedsakelig blitt brukt Orkla sine egne årsrapporter, i tillegg til andre sekundærkilder. Vår oppgave baserer seg altså på sekundærdata.

1.4 Oppbygning

Oppgaven begynner med en selskaps- og bransjebeskrivelse. Denne delen begynner med en introduksjon av Orkla og selskapets forretningsområder. Denne delen er etterfulgt av en strategisk analyse av interne og eksterne omgivelser. I denne analysen er de teoretiske rammeverkene som blir brukt VRIO-modellen, Porters femkraftsmodell og PESTEL-

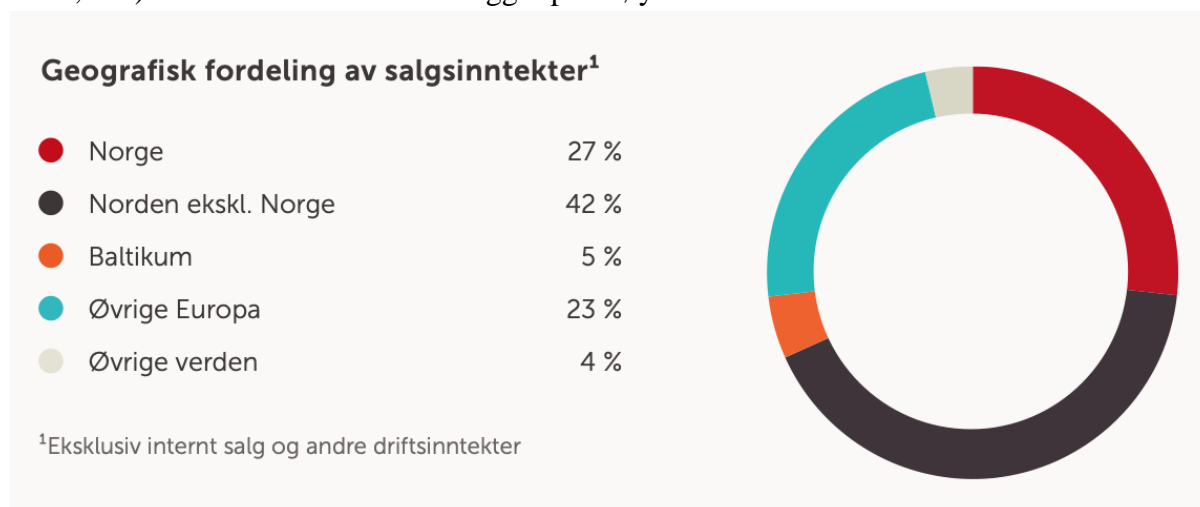
modellen. Det er også gjennomført en SWOT-analyse. Videre gjennomføres en regnskapsanalyse hvor vi ser på ulike nøkkeltall knyttet til Orklas lønnsomhet, form for finansiering, soliditet og likviditet. Mot slutten av oppgaven gjør vi en finansiell analyse hvor vi prøver å estimere en markedsverdi for Orkla. Denne delen er delt i tre deler. I den første delen estimerer vi fremtidige kontantstrømmer og beregner Orklas markedsverdi ved hjelp av diskontert kontantstrømmetode. Den andre delen er en markedsbasert analyse. Den finansielle analysen avsluttes med en sensitivitetsanalyse. Avslutningsvis vil vi presentere kritikk ved oppgaven, etterfulgt av en konklusjon.

2 Selskaps- og bransjebeskrivelse

2.1 Introduksjon av Orkla

Orkla ASA er et av Norges ledende industrikonsern og blant Nordens største leverandører av merkevarer til dagligvarehandel, storhusholdning, faghandel, apotek og bakerimarkedet. Orkla driver også i utenfor Norden i Baltikum og utvalgte land i Sentral-Europa. Orkla har også posisjoner innen utvalgte produktgrupper i India. Orklas produkter selges til sammen i over 100 land. (Orkla, 2020)

Per 31.12.2019 har selskapet 18 348 ansatte og en omsetning på 43,6 mrd. kroner. (Orkla, 2020, s. 8) Hovedkontoret til Orkla ligger på Skøyen i Oslo.



Figur 1: Geografisk fordeling av salgsinntekter (Orkla, 2020, s. 8)

2.2 Orklas forretningsområder

Orklas forretningsområder inkluderer Orkla Foods, Orkla Confectionery & Snacks, Orkla Care og Orkla Food Ingredients. Innen disse forretningsområdene produserer Orkla blant annet kjente produkter som Grandiosa, Toro, Nidar og Idun. I tillegg til forretningsområdene nevnt over har vi Orkla Consumer & Financial Investments som forvalter selskapets finansielle investeringer. Dette selskapet er største aksjonær i Jotun, som er en ledende produsent av maling både i Norge og utlandet.

Driftsinntekter pr. forretningsområde

● Orkla Foods	38 %
● Orkla Confectionery & Snacks	15 %
● Orkla Care	13 %
● Orkla Food Ingredients	24 %
● Orkla Consumer Investments	8 %
● Industrial & Financial Investments	2 %



Figur 2: Driftsinntekter pr. forretningsområde

Orkla Foods er det største forretningsområdet innen Orkla konsernet og står for 38 prosent av Orklas driftsinntekter. Dette utgjør 16,8 mrd. kroner. (Orkla, 2020, s. 13) Forretningsområdet tilbyr merkevarer til forbrukere i Norden, Baltikum, Sentral-Europa og India. Orkla Foods produserer og selger hovedsakelig produkter i dagligvarehandelen, men driver også innen storhusholdning, kiosker og bensinstasjoner. Store deler av inntektene kommer fra produkter som dypfrost pizza, ketchup, supper, sauser og påleggsprodukter. Norge og Sverige er de største markedene i Orkla Foods.

Orkla Confectionery & Snacks er produsent av merkevarer innen kategoriene godteri, kjeks og snacks. Dette forretningsområdet hadde 6,6 mrd. i driftsinntekter i 2019. Dette utgjør 15 prosent av Orklas driftsinntekter og er dermed det tredje største forretningsområdet. Blant de mest kjente merkevarene er Nidar og Kims. Salgsinntektene til Orkla Confectionery & Snacks er hovedsakelig fordelt mellom Norge, Norden ekskl. Norge, og Baltikum med henholdsvis 28%, 48% og 18%. (Orkla, 2020)

Orkla Care er organisert i 4 forretningsenheter. De to største forretningsenhetene er Orkla Home & Personal Care og Orkla Health. Førstnevnte er leverandør av produkter innen personlig pleie og vaskemidler, mens Orkla Health har merkevarer innen kosttilskudd, sportsernæring og vektkontroll. Orkla Wound Care produserer sårpleie og førstehjelpsutstyr. Den fjerde forretningsenheten er HSNG (Health and Sports Nutrition Group) som driver nettbutikkene Gymgrossisten og Bodystore som selger produkter innenfor helse og sportsernæring. Orkla Care sto for 13 prosent av Orklas driftsinntekter i 2019. Dette utgjør 5,8 mrd. kroner. Orkla Care sine salgsinntekter er fordelt hovedsakelig i Norge, Norden ekskl. Norge og Øvrige land i Europa med henholdsvis 34%, 40% og 19%. Blant de mest kjente merkenavnene knyttet til dette forretningsområdet er Zalo, Jif og Blenda. (Orkla, 2020, s. 15)

Orkla Food Ingredients representerer 24% av Orklas driftsinntekter og er dermed Orklas nest største forretningsområde. Orkla Food Ingredients er den ledende leverandøren av bakeri- og iskremingredienser i Norden. Forretningsområdet leverer produkter i 23 land hvor land i

Norden utgjør omtrent halvparten av salget. Store deler av salget omfatter salg til industrielle kunder og råvaresalg (Orkla, 2020, s. 16). Kjente merkevarer er Idun og Mors Hjemmebakke.

Forretningsområdet Orkla Consumer & Financial Investments ble etablert i 2019 og er organisert i de to enhetene Orkla Consumer Investments og Industrial & Financial Investments. Orkla Consumer Investments inngår i Orklas merkevareområde og består av virksomheter innen malerverktøy, basistekstiler, profesjonell rengjøring og restaurantvirksomhet. Investeringer utenfor merkevarevirksomheten er organisert under Industrial & Financial Investments. Det omfatter selskapet Jotun hvor Orkla har en 42,6% eierandel og selskapene Hydro Power, Orkla Eiendom og Orkla Ventures (Orkla, 2020, s. 17-19).

2.3 Historie

Informasjonen i denne delen er i stor grad basert på artikkelen Orkla ASA i Store Norske Leksikon (Gram, Trond; Bryhn, Rolf). Enkelte årstall er hentet fra Orklas egen historieside.

Orkla ble grunnlagt i 1904 som Orkla Grube-Aktiebolag. Dette selskapet overtok driften av Løkken gruve ved elven Orkla i Meldal kommune i Trøndelag. Gruvevirksomheten i Løkken gruve startet opp i 1654. Orkla regner selv sin historie fra dette året. I Løkken gruve hadde det opprinnelig blitt produsert kobber, men det nye selskapet ville utvinne svovel som skulle brukes i produksjon av cellulose, kunstgjødsel og sprengstoff.

Christian M. Thams var initiativtaker til dannelsen av det nye selskapet med både svenske og norske forretningsmenn som medaksjonærer. Thams blir administrerende direktør ved etableringen av Orkla Grube-Aktiebolag. I 1905 kom den svenske Wallenberg-familien inn som aksjonærer gjennom deres bank Stockholms Enskilda Bank. Wallenberg-familien tok over styringen av Orkla etter et tysk forsøk på å overta Orkla i perioden 1910-12.

Gruvedriften fikk et oppsving etter påvisning av nye store malmreserver i 1913, og under første verdenskrig var Orkla en stor eksportør av svovelkis. Etter første verdenskrig var Orkla blitt Norges største gruveselskap og en av verdens største svovelkisleverandører. Etter mange år med satsing på metallurgisk forskning og industriell utnyttning av malmen utviklet Orkla en metode for utskilling av rent svovel fra svovelkis. Denne metoden er senere blitt kjent som Orkla-prosessen. Etter utviklingen av denne prosessen ble det bygd et nytt smelteverk i Thamshavn ved Orkdalsfjorden, som sto ferdig i 1931. På dette tidspunktet produserer Orkla nå både svovelkis og rent svovel, i tillegg til noe kobber.

Under andre verdenskrig var Orkla en stor leverandør av svovel og kobber til Tyskland i det tysk okkuperte Norge. Orkla var på dette tidspunktet ledet av Thorry Kiær. Orkla var en del av Oslokonsortiet, som var en norsk investorgruppe som kjøpte seg inn i det tyskdominerte Norsk Hydro i 1941 (Storeide, Anette Homlong, 2020). Denne gruppen ville bygge opp en aluminiumsvirksomhet. Mange mente at ledelsen i Orkla i denne tiden viste for stor vilje til å

imøtekomme tyske interesser. Etter krigen ble det reist landssviksak mot Kiær, men saken ble henlagt.

Orklas investeringer i Norsk Hydro under krigen ga god lønnsomhet. Denne investeringen var selskapets start som stor finansiell investor i andre selskaper. I etterkrigstiden fortsatte gruve- og industrivirksomheten sammen med investeringsvirksomheten. I starten av 1970-årene utgjorde aksjeporteføljen Orklas største verdi. Orkla hadde aksjer blant annet i Norsk Hydro, Elkem, Storebrand og Den norske Creditbank. Smelteverket i Thamshavn ble nedlagt i 1962 på grunn av prisfall og minsket malmuttak fra gruvene. Orkla fikk i stedet tilgang på billig vannkraft og startet produksjon av ferrosilisium og silisiumkarbid, dette skjedde gjennom selskapet Orkla Exolon i samarbeid med et amerikansk selskap.

I 1977 solgte Wallenberg-gruppen sin eierpost på 25 prosent til Den norske Creditbank. Etter hjemkjøpet av de svenske aksjene ble Jens P. Heyerdahl administrerende direktør i 1979. Under hans ledelse ble gruvevirksomheten og produksjonen av ferrosilisium avviklet. Gruvedriften knyttet til svovelkis fortsatte likevel til 10. juli 1987 da virksomheten ved Løkken Verk ble nedlagt. Gruvedriften ved Løkken verk hadde da holdt på i 333 år (Orkla Industrimuseum).

I 1975 åpnet det nye kontoret i Oslo. Dette markerte starten på Orklas ekspansjon til nye og forskjellige industriområder. Samtidig som denne diversifiseringen pågikk ble virksomheten innen finansielle investeringer videreutviklet. Dette var kanskje Orklas viktigste forretningsområde til lang ut i 1980-årene. I denne perioden ble blant annet selskapene Orkla Eiendom og Orkla Finans startet. På industrisiden kjøpte Orkla en stor andel av entreprenørselskapet Høyner-Ellefsen i 1981. Dette selskapet ble senere sammenslått med andre selskaper og ble til Astrup Høyner, som ble landets største på området. Dette selskapet ble solgt i 1986. En mer varig investering kom da Orkla investerte i mediabransjen. Dette ble gjort gjennom kjøp av Ernst G. Mortensens Forlag i 1984 og Moss Avis i 1985. Selskapet Orkla Media ble senere etablert i 1987. I første halvdel av 1980-årene vokste omsetningen til Orkla fra 150 millioner kroner i 1979 til 3,4 milliarder kroner i 1985.

I 1986 fusjonerte Orkla med industriselskapet Borregaard og ble til Orkla Borregaard. Med dette begynte Orklas satsing på merkevarer ved at Borregaard hadde en stor næringsmiddel- og forbruksvareindustri gjennom selskapene Stabburet og DeNoFa Lilleborg. DeNoFa Lilleborg drev med produksjon av blant annet såpe og vaskemidler, mens Stabburet produserte diverse mat og påleggsprodukter. Det nyfusjonerte selskapet ble dobbelt så stort som det gamle Orkla og var landets fjerde største børsnoterte selskapet etter omsetning. Videre fusjonerte Orkla Borregaard med drikkevare- og næringsmiddelkonsernet Nora Industrier og ble Orkla AS. Nora eide blant annet bryggeriet Ringnes og sjokoladeprodusenten Nidar.

På starten av 90-tallet startet Orkla en ekspansjon utenfor landets grenser. Allerede i 1990 begynte Orkla en satsing på avisdrift i Polen og Øst-Europa. I 1992 dannet Orkla sammen med danske Egmont ukepresseselskapet Hjemmet Mortensen, og i 2000 kjøpte Orkla det

danske avishuset Det Berlingske Officin. Volvo-avtalen er imidlertid sett på det som for alvor brakte Orklas virksomhet utenfor Norges grenser. Volvo-avtalen gjorde Orkla til en stor aktør på det nordiske daglig- og merkevaremarkedet. Gjennom denne avtalen overtok Orkla Volvos matvareselskaper Procordia Food og Abba Seafood. Disse selskapene ble lagt under det nye Orkla Foods. Samtidig ble det svenske bryggeriet Pripps og Ringnes fusjonert til Pripps Ringnes. Dette selskapet ble eid i fellesskap av Orkla og Volvo frem til 1997, da Orkla ble heleier av selskapet. Pripps Ringnes ble videre slått sammen med danske Carlsbergs bryggerivirksomhet. Det nye selskapet, Carlsberg Breweries, ble verdens femte største Ølbryggeri hvor Orkla eide 40 prosent og Carlsberg eide 60 prosent. Uenighet om vekststrategi førte til at Carlsberg overtok Orklas eierandel for 17,5 milliarder i 2004. Dette gjorde Orkla til et mindre, men rikere konsern enn tidligere. I mellomtiden hadde administrerende direktør Jens P. Heyerdahl gått av etter en konflikt med nye aksjonærer. I 2005 vokste Orkla på ny ved å overta Elkem og dets datterselskap Sapa. Orkla var en stor eier i selskapet fra tidligere, men kjøpte ut amerikanske Alcoa, tok selskapet av børs og la det inn som et datterselskap i konsernet.

Orkla Media Norges nest største, og Nordens femte største medieselskap med virksomhet innen dagpresse, ukepresse, digitale medier og direkte markedsføring. Selskapet var majoritetsseier i cirka 30 norske aviser og hadde også store eierandeler i utvalgte danske og svenske aviser. I tillegg var Orkla Media nest størst på avismarkedet i Polen og hadde avisvirksomhet i Litauen og Ukraina. I 2005 hadde Orkla Medias omsetning nådd 9 mrd. kroner og hadde rundt 7000 ansatte. I 2006 ble selskapet solgt til det britiske medieselskapet Mecon Group. Orkla beholdt sitt eierskap i Hjemmet Mortensen til 2008, da Egmont ble eneeier.

Etter at Stein Erik Hagen tok over som styreleder, startet overgangen til det Orkla vi kjenner i dag. Nettopp et selskap som produserer og selger merkevarer, i hovedsak innen næringsmiddelindustrien. Borregaard ble børsnotert i 2012. Etter dette reduserte Orkla sin eierandel til under 20 prosent. Året etter hadde Orkla solgt alle sine eierandeler i dette selskapet. Orkla slo også sin aluminiumsvirksomhet Sapa sammen med Norsk Hydros ekstruderingsvirksomhet. I juni 2012 kjøpte Orkla merkevareselskapet Jordan og integrerte selskapet i konsernets virksomhet. I august samme år kjøpte Orkla selskapet Rieber & Søn. Gjennom dette selskapet overtok de blant annet den kjente merkevaren Toro. Dette selskapet ble så integrert med Stabburet og skiftet navn til Orkla Foods Norge. I denne perioden skiftet en rekke merkevarer i Orkla konsernet navn for å gjøre Orklas selskapsnavn og merkevare tydeligere i Norden.

2.4 Visjon, forretningside og kjerneverdier

Visjon, forretningsidé og verdier brukes for å signalisere, internt i organisasjonen, og for eksterne interessenter, hvilket formål organisasjonen har, og hvordan man skal kunne realisere dette formålet.

Visjonen sier noe om hvor/hva en organisasjon ønsker å være. Den representerer ofte et slags drømmesyn på hva bedriften ønsker å oppnå i et lengre tidsperspektiv. Visjonen virker inn på alt bedriften foretar seg. Virkningen av en godt formulert og forstått visjon kan være at bedriftens ansatte har følelsen av å tilhøre en spesiell gruppe som har kommet sammen for å arbeide med noe viktig å spennende. (Framnes, Pettersen, Thjømmøe, s. 104-105)

Orklas visjon er å være «*din venn hver dag*». (Orkla, 2020, s. 7) Orklas visjon sier noe om hva Orkla ønsker å være. Orkla ønsker nettopp å være din venn hver dag. Dette gjør de gjennom merkevarer som er en del av hverdagen til folk. De selger produkter som forenkler alt fra matlaging, helse og hygiene gjennom sine produkter. Det at Orkla skal være din «venn» kan tolkes som at Orkla skal være der for deg når du trenger dem. Visjonen er retningsgivende i den forstand at den er en leder for hva som er formålet med Orkla sin drift.

Forretningsideen beskriver hvordan vi skal realisere visjonen på en mer konkret måte. Den beskriver hvilke behov vi ønsker å betjene. Typiske krav til en forretningside er: at den fokuserer på behov, at den gir et konkurransemessig fortrinn som bevares over tid, at den er enkel og klar for å kunne virke som en ledestjerne for alle medarbeidere. (Framnes, Pettersen, Thjømmøe, s. 105)

Orklas forretningside er å *gjøre hver dag bedre med lokale, bærekraftige merkevarer som skaper glede* (Orkla, 2020, s. 7). Denne forretningsideen beskriver tydeligere hvordan Orkla skal realisere visjonen. Som nevnt er Orklas visjon «*din venn hver dag*». Orkla ønsker å være din venn hver dag gjennom å gjøre hver dag bedre gjennom å tilby lokale, bærekraftige merkevarer som skaper glede. Den beskriver hvilke behov den ønsker å dekke. Behovet de ønsker å dekke er å tilby produkter som påvirker folks hverdag og skaper glede, sannsynligvis gjennom enkle og rimelige produkter som gjør livet litt enklere for folk flest. Når vi setter forretningsideen opp mot kravene for en god forretningside kan vi si at den fokuserer på behov. Videre spør vi oss om den gir et konkurransemessig fortrinn som bevares over tid. Her er «*bærekraftig*» og «*merkevarer*» viktige nøkkelord. Bærekraft handler om å drive på en måte som ikke ødelegger for at fremtidige generasjoner får dekket sine behov. Forbrukere blir mer og mer opptatt av at produsentene av produkter de kjøper satser på bærekraft. Derfor er det at Orkla driver med dette et konkurransefortrinn. Knyttet til merkevarer, vet vi at det å ha en sterk merkevare er et viktig konkurransemessig fortrinn. Det at Orkla satser på bærekraftige merkevarer oppfyller dermed dette kravet for forretningsideer. Det tredje kravet for forretningsideer sier at forretningsideen skal være enkel og klar og skal virke som en ledestjerne for medarbeidere. Orklas forretningside er kun en setning og er skrevet med et enkelt språk. Videre beskriver den også hva Orkla skal gjøre for å være forbrukerens venn hver dag. Den kommuniserer på en svært kortfattet og enkel måte hva medarbeiderne i Orkla skal gjøre for å realisere visjonen. Vi kan dermed konkludere med at Orklas forretningside oppfyller kravene for forretningsideer.

Kjerneverdier uttrykker den atferd man ønsker fra organisasjonens medlemmer for å kunne realisere innholdet i forretningsideen. Mange mener at visjon og forretningside alene ikke representerer et tilstrekkelig utgangspunkt for handling i hverdagen ved at de er for abstrakte.

Kjerneverdiene forteller hva organisasjonen medlemmer skal fokusere, og alle skal forstå hva disse begrepene innebærer i den daglige kontakt med kundene og kolleger. (Framnes, Pettersen, Thjømøe, s. 107-108) Orklas kjerneverdier er «modig», «til å stole på» og «inspirerende» (Orkla, 2020, s. 7).

2.5 Mål og strategi

Redegjørelsen for Orklas mål og strategier er i stor grad basert på informasjonen som fremgår i årsrapporten fra 2020 (Orkla, 2020, s. 7-8). Orkla har som mål å stryke sin posisjon som leverandør av merkevarer i landene de driver sin virksomhet i, og vil gjennom dette oppnå langsiktig verdiskapning og lønnsom vekst. Hvordan dette skjer beskrives blant annet i forretningsideen som nevnt over. Blant Orklas nåværende satsingsområder har vi: videre satsing på plantebaserte produkter, satsing på innovasjoner, styrke sin posisjon i fremvoksende salgskanaler, videreutvikling og styrking av kunderelasjoner, og fortsette verdiskapning, fornyelse og kompetanseheving gjennom oppkjøp. Orkla har også som mål å forbedre lønnsomheten gjennom forenkling og effektivisering av driften. I tillegg til dette skal Orkla drive målrettet bærekraftsarbeid. Dette skjer gjennom blant annet å sikre bærekraftig produksjon av råvarer, utvikle bærekraftige forpakninger og redusere klimaavtrykket på produktene sine.

Orkla har også definert finansielle mål. Det første er å oppnå langsiktig vekst i tråd med markedsveksten. Videre har de som mål å ha en vekst i underliggende EBIT-margin på minimum 1,5 prosent-poeng justert for oppkjøp og valuta for perioden 2018-2021. de har som mål å oppnå en reduksjon på 3 prosentpoeng i netto arbeidskapital / netto salgsverdi for perioden 2018-2021.

2.6 Ledelse

I Orklas årsrapport fremgår det: «Orklas prinsipper for god eierstyring og selskapsledelse skal legge grunnlaget for langsiktig verdiskapning til beste for aksjonærer, ansatte og samfunnet for øvrig.» (Orkla, 2020) I årsrapporten legges det også vekt på at åpenhet, transparens, ansvarlighet og likebehandling er viktig for å underbygge tilliten i konsernet, både internt og eksternt.

Per 31.12.2020 består styret i Orkla av 12 styremedlemmer, hvorav 7 er menn og 5 er kvinner. Styreleder i Orkla er Stein Erik Hagen. Han har vært styreleder siden 2006 og ble valgt inn i styret for første gang i 2004. Selskapets konsernledelse består av 10 direktører og ledere, hvorav 8 er menn og 2 er kvinner. Konsernsjef er Jan Ivar Semlitsch som ble innsatt som konsernsjef 15. august 2019 og erstatter dermed Peter A. Ruzticka. Semlitsch har vært administrerende direktør i en rekke ulike norske selskaper. Blant dem er Plantasjen og Rema Industrier. Han har også vært konsernsjef i Elkjøp Nordic.

2.7 Aksje og eiere

Orkla-aksjen er notert på Oslo Børs under tickeren ORK. Per 31.12.2020 er Orkla det 8. største selskapet på Oslo Børs målt i markedsverdi. Markedsverdien var da 87,1 milliarder kroner. Gjennomsnittlig antall omsatte Orkla-aksjer omsatt på Oslo Børs i 2020 var 1,9 millioner per dag (Orkla, 2020, s. 257). Per 31. desember 2020 hadde Orkla ASA 1 001 430 970 utstede aksjer. Alle aksjene i Orkla tilhører en aksjeklasse, hvor hver aksje gir en stemme. Pålydende per aksje er 1,25 kr. De 20 største aksjonærene eier per 31.12.2020 59,47% av aksjene i selskapet. (Orkla, 2020, s. 260). Største eier i selskapet er Canica AS som er et familieselskap som Stein Erik Hagen eier sammen med sine barn. Canica eier per 31.12.2020 24,97% av aksjene i Orkla. For 2020 er det foreslått et utbytte på 2,75 kr per aksje.

Aksjonær	Antall aksjer	Eierandel
Canica ¹	250 100 000	24,97 %
Folketrygdfondet	88 270 425	8,81 %
First Eagle Investment Management, L.L.C.	39 317 899	3,93 %
BlackRock Institutional Trust Company, N.A.	27 726 573	2,77 %
The Vanguard Group, Inc.	24 648 725	2,46 %
Handelsbanken Asset Management	15 759 644	1,57 %
Acadian Asset Management LLC	14 401 420	1,44 %
KLP Forsikring	14 097 823	1,41 %
American Century Investment Management, Inc.	12 862 270	1,28 %
Nordea Funds Oy	12 674 008	1,27 %
Storebrand Kapitalforvaltning AS	12 186 379	1,22 %
DNB Asset Management AS	11 766 815	1,18 %
State Street Global Advisors (US)	10 049 138	1,00 %
Danske Invest Asset Management AS	9 675 233	0,97 %
Robeco Institutional Asset Management B.V.	9 627 122	0,96 %
BlackRock Advisors (UK) Limited	9 542 720	0,95 %
Alfred Berg Kapitalforvaltning AS	9 527 298	0,95 %
Legal & General Investment Management Ltd.	8 281 134	0,83 %
TD Asset Management Inc.	7 554 474	0,75 %
UBS Asset Management (UK) Ltd.	7 500 635	0,75 %
Totalt 20 største aksjonærer	595 569 735	59,47 %
Totalt antall aksjer	1 001 430 970	

Figur 3: Største aksjonærer i Orkla (Orkla, 2020, s. 260)

2.8 Hvem er konkurrentene og hva skiller dem fra Orkla?

Det å kartlegge konkurrentene til Orkla vil være en veldig vanskelig oppgave. Som nevnt produserer og selger Orkla en rekke ulike produkter. Blant annet dagligvarer, kosttilskudd, hygieneartikler, personlig pleie og bakeriingredienser. I tillegg driver de i mange ulike land og har ulike konkurrenter i de ulike landene. Å kartlegge Orklas konkurrenter blir derfor svært utfordrende. Noen eksempler på produkter fra Orkla og et konkurrerende produkt er: Grandiosa mot tyske Dr. Oetker, Toro supper mot Unilevers Knorr og Idun Ketchup mot Heinz.

Som vi kan forstå vil det være vanskelig å si noe om markedsandeler siden Orkla er et stort konsern med mange ulike forretningsområder som driver i flere land. For et selskap som Orkla vil det gi mer mening å se på markedsandeler innen hvert forretningsområde eller innen

produktkategorier. Å utrede denne analysen av markedsandeler vil være en svært tidkrevende oppgave som vi ikke kommer til å utføre i denne oppgaven.

3 Strategisk analyse

Målet med en strategisk analyse er å skape en forståelse hvor grunnlaget for meravkastning kommer fra. Analysen har også som hensikt å undersøke hvorvidt meravkastningen er varig, noe som i dag er av økende vanskelighet med tanke på hvor fort utviklingen skjer. Den strategiske analysen vil ta for seg både eksterne og interne faktorer.

I den interne analysen vil det anvendes en SVIMA-analyse for å avgjøre om Orklas interne ressurser gir dem konkurransefortrinn, og i så fall, hvilke? I den eksterne analysen vil det anvendes en PESTEL og Porters fem konkurransekrefter. PESTEL analysen vil ta for seg makroomgivelsene til Orkla, mens porters fem konkurransekrefter vil ta for seg de eksterne truslene i deres omgivelser. Til slutt vil det bli oppsummert med en SWOT-analyse

3.1 Intern analyse

3.1.1 SVIMA-analyse

SVIMA er en intern ressursbasert analyse som avgjør om bedriftens ressurs gir dem konkurransemessig paritet, trivielt fortrinn, midlertidig fortrinn, potensielt fortrinn, ikke-beholdt fortrinn, eller et varig konkurransefortrinn. (Lien, Jakobsen, 2015) For at en ressurs skal oppnå status som et varig konkurransefortrinn er den nødt til å tilfredsstillte følgende fem krav:

1. Sjelden
2. Viktig
3. Ikke-imiterbar
4. Mobilisert
5. Appropriert

I tabellen under ser vi hvordan ressursene til selskapet kan vurderes ved hjelp av SVIMA:

Tabell 1: SVIMA-tabell

Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn

Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Ikke-beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig

Sjelden: Hvis en ressurs ikke er sjelden, og konkurrentene på markedet har tilgang til den, bidrar det til at bedriften oppnår paritet og ikke en varig konkurransefordel.

Viktig: Dersom en ressurs er sjelden, er den også nødt til å være viktig for at det skal ha betydning. Ressursen kan være i viktig i form av at den sparer bedriften for kostander eller gir merverdi til kundene. En uviktig ressurs oppnår kun et trivielt fortrinn.

Ikke-imiterbar: Det vil si at den ressursen har til rådighet, ikke er mulig for konkurrenter å kopiere eller skape et substitutt for. En imiterbar ressurs vil kun skape et midlertidig fortrinn for bedriften.

Mobilisert: Det hjelper ikke om en ressurs oppfyller de andre kravene hvis ikke bedriften evner å ta ressursen i bruk. En ressurs som ikke blir utnyttet tilstrekkelig av bedriften er kun et potensielt fortrinn.

Approprierbar: Fordelen bedriften oppnår ved å inneha ressursen må kapitaliseres av bedriften, og ikke av konkurrentene og andre aktører.

Dersom bedriftens ressurs oppfyller alle disse kriteriene, kan vi si at det er et varig konkurransefortrinn. Det vil nå gjøres en SVIMA-analyse av ressursene til Orkla.

3.1.1.1 Merkevarene til Orkla

En merkevare er et navn, begrep, design, symbol eller andre egenskaper som bidrar til å skille en bedrifts vare eller tjeneste fra andre bedrifters. Orkla er en velkjent merkevare, men deres portefølje innenfor dagligvarehandelen er nok enda videre kjent. Grandiosa, Toro, Kims, Vitae Pro er alle eksempler på merkevarer som inngår i porteføljen. Den viktigste driveren for langsiktig verdiskapning for Orkla er organisk vekst for lokale merkevarer og tjenester, det er også en viktig del av deres strategi med oppkjøp av merkevarer (Orkla, 2020).

Orkla sin merkevare vil nå vurderes opp mot kriteriene i SVIMA, for å se om den gir selskapet et varig konkurransefortrinn. Den sterke posisjonen som Orklas merkevarer har i den norske konsumentens handlevaner, er helt klart sjelden. Årsaken til at merkevaren til

Orkla er sjelden, ligger i at så mange av merkevarene i deres portefølje har ”top-of-mind awareness” hos konsumenten. Det vil si at når konsumenten tenker på en bestemt kategori, så er merkevaren den første den kommer på. Mange vil for eksempel utelukkende forbinde vaskepulver med OMO.

Ved å være en så kjent, renommert produsent av merkevarer, gjør den også viktig. Den er viktig fordi den gir konsumentene en trygghet når de skal gjøre kjøpsbeslutninger, særlig i kategorier hvor de ikke har særlig med kunnskap.

Å bygge en merkevare i den norske dagligvarehandelen tar tid, innsats og krever en god del kapital. En av grunnene til dette er at mye av dagligvarehandelen er rutinemessig og går på automatikk, vi handler det vi er vant til. Det kan derfor sies at ressursen er ikke-imiterbar.

Orkla distribuerer sine kjente merkevarer til en rekke dagligvarekjeder, og klarer samtidig å tjene gode penger. Dette er bevis på at Orkla både er mobilisert og appropriert. Det kan dermed konkluderes med at Orkla oppfyller alle kriteriene i SVIMA, og merkevaren deres kan defineres som et varig konkurransefortrinn.

3.1.1.2 Bærekraft

Orkla var et av kun fire norske selskaper som fikk godkjent klimamålene for 1,5 grader av Science Based Targets-initiative. (Orkla, 2020, s. 62) Selskapet har lagt mye innsats i å være et bærekraftig selskap, ikke bare innad i selskapet, men også gjennom hele verdikjeden. Det er samarbeid mellom Orkla og deres leverandører for å takle sosiale og miljømessige utfordringer.

At selskap har fokus på bærekraft i 2021 er ikke en sjelden ressurs, men måten Orkla fokuserer på bærekraft på er det. Selskapet er opptatt av at deres råvarer gir et minimalt klimaavtrykk, men også at arbeiderne i hele verdikjeden har respektable arbeidskår. De passer også på at deres leverandører produserer i henhold til internasjonale menneskerettigheter, miljø og antikorrupsjon.

Å utmerke seg som en leder innenfor bærekraft i bransjen gir bedriften en fordel da flere og flere bedrifter og forbrukere inkluderer bærekraft i kjøpsbeslutninger. Bærekraft har også fått betydning for investeringsbeslutninger for forvaltere og private investorer. Selskap som er bærekraftige blir ansett som mindre risikable investeringer, da de er forberedt på fremtiden. Å være gjennomgående bærekraftig i hele organisasjonen er derfor å anse som en viktig ressurs.

Bærekraft er i utgangspunktet en imiterbar ressurs, men det kan diskuteres om Orkla sin satsing på bærekraft gjennom helle organisasjonen ikke er oppnåelig for alle. Det krever mye tid og oppfølging for å opprettholde et slikt systematisk fokus på bærekraft. Derfor vil bedrifter som ønsker å imitere Orkla være nødt til å være av en viss størrelse.

Orkla er dyktig på å kommunisere sin dedikasjon til å være et bærekraftig selskap, og legger frem egne bærekraftsrapporter sammen med årsrapportene. De har også innovert miljøvennlig pakning og emballasje samt satset på veganske produkter. Flere fabrikker har også gjennomført prosessforbedringer som gir energireduksjon. Det er derfor grunn til å si at Orkla har mobilisert ressursen.

Satsingen Orkla har gjort på bærekraft tilfaller ikke andre selskap, siden det er dem selv som oppnår positive merkevareholder fra omgivelsene. Ressursen er derfor approprierbar. Om vi setter denne ressursen opp mot SVIMA-rammeverket kan vi si at det er et potensielt fortrinn.

3.1.1.3 Fysiske ressurser:

Orkla sine fysiske ressurser vil vær deres fabrikker, lagre og andre eiendommer da dem er en produksjonsbedrift. Disse ressursene er viktig for den verdiskapende egenskapen til Orkla, men kan ikke klassifiseres som en sjelden ressurs da dette er en type ressurs de fleste konkurrenter har lett tilgang til. Denne ressursen kan derfor heller ikke sies å være ikke-imiterbar, ettersom andre konkurrenter har lett tilgang til lignende ressurser. Orkla har klart å skape verdier med sine fysiske ressurser til å få utnyttet sine fabrikker og lagre på en god måte for å skape verdi. Dermed kan vi si at Orklas fysiske ressurser er blitt mobilisert. Det at de har såpass mange fabrikker og lagre muliggjør at de kan igangsette de prosessene de trenger for å skape verdier for selskapet og kundene sine. Dette gjør at Orkla sine fysiske ressurser kan sees på som approprierbar.

3.2 Porters fem konkurransekrefter

Porters fem konkurransekrefter er en analyse som tar for seg trusler i bedriftens nære omgivelser. De fem konkurransekreftene er nyetableringer, dagens konkurrenter, substitutter, kundenes forhandlingsmakt og leverandørenes forhandlingsmakt.

3.2.1 Nyetableringer

Nyetableringer i en bransje fører ofte til prispress eller økte kostnader som resultat av intensivert konkurranse, og dette medfører redusert lønnsomhet for de allerede etablerte aktørene i bransjen. Etableringstrusselen i en bransje avhenger av hvor store barrierer det er for å entre bransjen. Det finnes ulike etableringshindringer, hvor de mest relevante for Orkla er stordriftsfordeler og produkt differensiering. (Roos et al., 2014)

Med stordriftsfordeler menes det at enhetskostnadene synker i takt med at produksjonsvolumet øker i en gitt tidsperiode. Administrative oppgaver som regnskap, salg og markedsføring gir også stordriftsfordeler. Dette gjør at det må store investeringer til for at nyetableringen skal kunne konkurrere på likt kostnadsnivå, alternativet vil være å ta utfordringen det er å produsere med høyere kostnader. Produsentene som leverer produkter og merkevarer til det norske dagligvaremarkedet er av en slik størrelse at det kan antas at de

har stordriftsfordeler. Noen større i grad, og noen i mindre grad. Verdens største ketchupprodusent Heinz produserer for eksempel like mye ketchup på en uke i fabrikken i Nederland, som Idun gjør på et år på Rygge. (Mageli, 2018) I tillegg til at det er svære internasjonale selskap som leverer til den norske dagligvarebransjen, så har dagligvarekjedene i økende grad begynt å produsere sine egne merker i store fabrikker i lavkostland. En nyetablering vil derfor måtte finne seg i å gjøre store investeringer, eller lage en sterk merkevare som Orkla.

Produktdifferensiering kan være et etableringshinder fordi de etablerte aktørene har bygget seg opp solide merkevarer og en lojal kundebase. Denne innsatsen er ofte gjort gjennom merkevarebygging over tid, og unike attributter ved produktet. Dette gjør at nyetableringer må være forberedt på å bruke betydelige summer på aktiviteter knyttet til markedskommunikasjon og lignende. I dagligvarebransjen er det kjente merkevarer som dominerer butikkhyllene, foruten kjedenes egne merker. Disse merkene har en lavere anerkjennelse og må følgelig konkurrere på pris for å være konkurransedyktig. Merk at dagligvarekjedene har den fordel at de kan sette sine egne varer i sine egne hyller, den fordel vil ikke en eventuell nyetablering ha.

Ettersom det vil være både kostbart og tidskrevende for nyetableringer å overkomme etableringshindrene i bransjen, kan man si at trusselen for nyetableringer er lav.

3.2.2 Konkurransenintensitet blant etablerte aktører

Konkurransen fra eksisterende aktører i bransjen kjennetegnes ofte av priskonkurransen, annonsekrig, bedre kundeservice og garantibetingelser. Disse konkurranseformene, spesielt priskonkurransen, utgjør en trussel for bunnlinjen til selskapet. (Roos et al., 2014)

I Norge/Norden har Orkla ingen direkte konkurrenter som er av lik størrelse som dem selv. De møter derimot sterk internasjonal konkurranse i hele ni av ti kategorier i det norske dagligvaremarkedet. De store internasjonale selskapene har en mye større produksjonskapasitet, samtidig som merkevarene deres står like sterkt i Norge som de gjør globalt (Mageli, 2018). Orkla konkurrer blant annet med et av verdens største selskap innen snacks, Mondelez, om kundenes valg i sjokoladehyllen. De konkurrer også med den amerikanske giganten Procter & Gamble innen vaskemidler, som også er kjent for sin gode markedskommunikasjon og merkevarebygging. I den viktige kategorien frossenpizza konkurrer Orkla mot den tyske matvareprodusenten Dr. Oetker.

Matvarekjedenes egne merkevarer (EMV) har sett en kraftig vekst i markedsandel det siste tiåret, selv om den har stabilisert seg de siste årene. EMV er et billigere alternativ til de norske merkevarene i butikkhyllene som for eksempel Orkla. I 2020 hadde EMVs en markedsandel på 17.4% sammenlignet med 9.2% i 2010 (Nielsen Norge). Coop har merkene Xtra og Coop. Rema har merkene Nordfjord, Kjeldsberg og Solvinge. Norgesgruppen har merkene Folkets, Eldorado og First Price. Alle disse merkene er i direkte konkurranse med

både de internasjonale gigantene og Orkla. Det fører videre til et prispress i bransjen, noe som går utover lønnsomheten til Orkla.

3.2.3 Press fra substitutter

Et substitutt er et produkt eller en tjeneste som kan tilfredsstillere det samme behovet som det bransjen gjør. Et substitutt vil være en trussel for lønnsomheten siden det potensielt kan presse prisene, og gi forbrukeren bedre ytelse, som igjen vil dempe eget salgsvolum.

Det økte fokuset fra myndighetene og matvarekjedene på at befolkningen burde spise sunnere har ført til relativt store priskutt på frukt og grønt i butikkene. For forbrukere som ønsker å hve seg på sunnhetstrenden vil billig frukt fremstå som et attraktivt alternativ til sjokoladen Orkla selger gjennom merkevaren sin Nidar. Hvis helsetrenden fortsetter kan det true konsumet av sjokolade i befolkningen, som vil foretrekke sunnere alternativer.

Hjemlevering av mat på døren er en annen ting som kan fungere som er substitutt for ferdigmat. Leveringsselskaper som Foodora og Wolt gjør det enkelt å bestille mat fra restauranter hjem, og har hatt en voldsom vekst på henholdsvis 150 og 250% (Newth, 2021). At folk bestiller mer av maten sin hjem kan bidra til å redusere etterspørselen etter for eksempel Grandiosa. Begge oppfyller funksjonen forbrukeren er ute etter. Kjøpt, godt og enkelt. Orkla har også tapt markedsandeler i frossenpizzamarkedet til fersk ferdigpizza, hvor utfordreren Scandza med merkevaren Peppes har kapret cirka åtte prosent av markedet i 2020.

3.2.4 Kundernes forhandlingsposisjon

Kunder er ofte interessert i å betale så lite som mulig, og samtidig forventer de gjerne mye igjen for pengene. Dette kan gå ut over lønnsomheten til selskapet som selger varen, derfor er det viktig å ha kunnskap om kundens forhandlingsmakt. Kundene til Orkla er i utgangspunktet dagligvarekjedene, men de er jo samtidig bare en distribusjonskanal for produktet som konsumenten kjøper. Det vil derfor gjøres rede for både dagligvarekjedenes og konsumentenes forhandlingsmakt.

En sterk forhandlingsmakt hos kunden kan oppstå når kundegruppen er konsentrert eller kjøper store volum. Det er relativt få aktører i dagligvarebransjen i Norge, og markedet domineres av Rema 1000, Coop og Norgesgruppen. Samtlige av disse kjøper varer av Orkla i store kvantum. Kundegruppen til Orkla er altså både konsentrert og kjøper store volum, noe som i teorien burde gi dagligvarekjedene sterk forhandlingsmakt. Det er likevel ikke tilfelle, som skyldes at Orkla sine merkevarer er kritisk for dagligvarekjedene å kunne tilby kundene sine. Uten produktene Orkla leverer vil de få en konkurransemessig bakdel, da kundene muligens vil foretrekke en annen kjede på grunn av dårlig utvalg. Dagligvarekjedene har altså ikke en sterk forhandlingsposisjon ovenfor Orkla.

I motsetning til dagligvarekjedene er ikke forbrukerne en konsentrert kundegruppe, og hvert individ utgjør heller ikke et betydelig volum. Den sterke forhandlingsposisjonen til forbrukerne kommer fra at de har tilgang på full informasjon. Internett har gjort det veldig lett for kunder å sammenligne priser, og få tilbakemeldinger på produkter fra andre gjennom sosiale media. Applikasjonen ”Mattilbud” lar for eksempel forbrukere se alle tilbudsavisene til kjedene. En forbruker som er informert om at en pose med Nidar sin populære sjokolade Smash koster over dobbelt så mye som dagligvarekjedens EMV-kopi av Smash, vil kanskje droppe Smash-poseden og gå for det billigere alternativet. Hvis Smash er et sterkt nok differensiert produkt, så vil kundens byttekostnad bli større og kundens forhandlingsmakt bli mindre. Forbrukerne har en middels forhandlingsmakt ovenfor Orkla.

3.2.5 Leverandørens forhandlingsposisjon

Leverandører kan minske overskuddet til bedriften gjennom å skru opp prisene eller redusere kvaliteten på produktet de leverer. En sterk forhandlingsposisjon kan blant annet oppstå når leverandørens produkt er en viktig produksjonsfaktor i kundens bedrift (Roos et al., 2014). Orklas leverandører leverer i hovedsak råvarer som blir brukt i produksjon. Det kunne gitt leverandørene en sterk forhandlingsposisjon, men siden råvarer generelt er så lett å skaffe fra andre leverandører vil dem ikke ha det likevel. Det at Orkla stiller bærekraftige krav til leverandørene kan gjøre dette utvalget noe mindre, men det burde fortsatt være relativt stort tilbud. Leverandørenes forhandlingsmakt er derfor liten.

3.3 PESTEL

PESTEL er en analytisk metode som benyttes for å kartlegge de eksterne makrofaktorene som kan ha betydning for selskapets virksomhet. Analyseverktøyet omhandler politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorer som virker inn på en bedrifts virksomhet (Roos et al., 2014).

3.3.1 Politiske faktorer

De politiske faktorer som er relevante for å analysere Orkla er skattepolitikk, velferd i samfunnet og reguleringer.

Orkla får brorparten av omsetningen sin fra Norden og Baltikum, så skattesatsene i disse landene er det som vil være interessant og se på. Bedriftsskatten for de nordiske landene var i 2020 på 22% i Norge, 21.4% i Sverige, 20% i Finland og 22% i Danmark. Dette gir i gjennomsnitt en skattesats på 21,35% for bedriftene i Norden. Bedriftsskatten for de baltiske landene var i 2020 på 20% i Latvia, 20% i Estland og 15% i Litauen. Dette gir et gjennomsnitt på 18.33% for de baltiske landene, og et totalt gjennomsnitt på 20% i Norden og Baltikum. Det er det samme som den gjennomsnittlige bedriftsskatten i Europa det siste tiåret. Bedriftsskatten har de siste førti årene hatt en stabil trend nedover (Asen, 2020), og den trenden vil tilsynelatende fortsette fremover da flere land planlegger å kutte bedriftsskatten

ytterligere. Dette er positivt for Orkla da resultat etter skatt forbedres, som igjen gir økt verdi til aksjonærene i selskapet samt et mer konkurransedyktig selskap.

I Norge og de andre nordiske landene er det høy sosial mobilitet i samfunnet. Sosial mobilitet vil si at uansett familiens økonomiske bakgrunn, så vil det være mulig for barnet å lykkes. Dette som følge av gratis utdanning og andre velferdsgoder. Resultatet er at det blir lave forskjeller mellom befolkningen, og generelt høy velstand. Dette fører igjen til en generelt høy kjøpekraft, som er bra for konsumet. (Civita, 2016)

Som leverandør av en bred portefølje merkevarer i dagligvarehandelen får Orkla ekstra oppmerksomhet av regulatoriske myndigheter som Konkurransetilsynet. I november 2018 varslat daværende næringsminister Torbjørn Røe Isaksen at dagligvarebransjen måtte regne med hyppigere tilsyn fremover (Høgseth; Haugen; Hopland, 2019). Dette fulgte regjeringen opp med å bevilge 6,5 millioner kroner til Konkurransetilsynet i statsbudsjettet for 2019. Hensikten med bevilgningen var ifølge Isaksen at Konkurransetilsynet kunne senke terskelen for hvilke saker det undersøkte, i tillegg til økt markedsovervåkning.

Årsaken til den politiske viljen for bevilgningen var at dagligvarehandelen stadig fikk kritikk for høye priser og et for dårlig utvalg. Som leverandør er det derfor viktig for Orkla å overholde gjeldende lover i forhold til innkjøpsbetingelsene de gir til dagligvarekjedene. En forskjellsbehandling i form av kvantumsrabatt vil føre til at markedet blir mindre effektivt, og at det derfor blir høyere.

Konkurransetilsynet utførte 12. november 2019 en razzia hos Lilleborg AS, et datterselskap av Orkla. Bakgrunnen for razziaen var mistanke om brudd på konkurranseloven som gjelder innkjøpsbetingelsene mellom leverandører og dagligvarekjedene i det norske markedet (Orkla ASA, 2019).

3.3.2 Økonomiske forhold

De mest relevante økonomiske forholdene for Orkla er valutakursen, det generelle inntektsnivået og styringsrenta.

Uroen i finansmarkedene i begynnelsen av 2020 førte til en voldsom svekkelse av den norske og svenske kronen i forhold til de to store valutaene euro og dollar. Den norske kronen svekket seg med over 25% mot euro og dollar på bare noen dager. Gjennom året fortsatte kronen å være uvanlig volatil, men styrket seg samtidig ved slutten av året. Effektene ved svakere innenlands valuta er økt profitt for eksportbedrifter, og økte kostnader for importbedrifter. Orkla importerer diverse råvarer for produksjon, så vil derfor få økte innkjøpskostnader som følge av en slik svekkelse. I halvårsrapporten for 2019 meldte Orkla om høyere innkjøpskostnader som følge av en sterkere dollar. De negative effektene av en lavere krone blir også noe dempet siden Orkla kjøper rundt halvparten av råvarene sine lokalt

i Norge og Sverige, samt at de sikrer seg mot fluktasjoner i valutakursen gjennom terminkontrakter. (Nilsen, 2019)

BNP per innbygger vil benyttes for å beskrive det generelle inntekts- og velstandsnivået. I 2020 opplevde Norge for første gang siden finanskrisen at BNP hadde en negativ utvikling på -0,8%. BNP per innbygger endte på 633 634 kroner, ned 33 636 kroner sammenlignet med 2019. Fallet er en direkte konsekvens av korona-krisen (SSB, 2019). Selv om Norge opplevde en nedgang i BNP per innbygger, var vi fortsatt 47 prosent høyere enn gjennomsnittet for EU. Dette viser at det er en høy kjøpekraft i det norske samfunnet, noe som er positivt for handelen.

Styrrsrenten fra Norges Bank gir grunnlag for antakelser om hvordan den fremtidige inflasjonen og økonomiske utviklingen kommer til å se ut. I dag er styrrsrenten på historisk lave 0%, dette gir mulighet for billig tilgang til finansiering. (Norges Bank) Økt inflasjon vil også kunne påvirke matvareprisene.

3.3.3 Sosiokulturelle forhold

De sosiokulturelle forholdene som er interessante for Orkla er demografi og trender innen konsum.

Per 1. januar 2021 var befolkningstallet i Norge 5 391 369, en økning på 23 800 sammenlignet med fjoråret. På grunn av regjeringens korona-tiltak har ikke folkeveksten i antall vært lavere siden 2001, og om man regner i prosent har den ikke vært lavere siden 1990. (SSB)

En tydelig trend innenfor dagligvarehandelen er at konsumentene skifter mot en grønnere mathandel. De siste årene har det vært et økt fokus på de negative effektene matproduksjon har på klimaet, og de negative helseeffektene konsumentene risikerer ved å spise usunt. Det økte fokuset på at maten skal være bra for både miljøet og helsen har resultert i at forbrukere har benyttet markedsmakten sin og økt etterspørselen etter sunne og bærekraftige produkter. I de nordiske landene oppgir hele syv av ti forbrukere at bærekraft spiller inn på kjøpsbeslutningene deres, og tre av ti sier de har høyere betalingsvilje for bærekraftige produkter (Orkla, 2019, s. 56). Dette presenterer både muligheter og trusler for Orkla sin posisjon i markedet, dersom de ønsker å følge utviklingen i konsumentenes preferanser er de nødt til å være innovative og frempå.

Netthandel av dagligvarer har hatt oppsving siden koronaen inntraff. Dette har gitt gunstige resultater og høy vekst for Oda (tidligere Kolonial), Meny.no og Godtlevart. Om trenden vedvarer etter samfunnet åpner igjen er vanskelig å forutse, men store investeringer i Oda kan tyde på at det er grunnlag for videre vekst etter pandemien også. Det japanske fondet Softbank gikk inn på eiersiden til Oda med en investering på 1 milliard kroner, som gir

selskapet en verdsettelse på 7,5 milliarder. (Christensen, 2021). Det vil være viktig for Orkla å befeste sin posisjon som leverandør av essensielle merkevarer, også for netthandelen.

3.3.4 Teknologiske forhold

Et risikoelement i verdikjeden til matprodusenter er matsvindel. En av de største matskandalene i nyere tid var hestekjøttskandalen i 2013, hvor storfekjøtt ble byttet ut med hestekjøtt og solgt i dagligvarebutikker i Europa. Europakommisjonen slo fast at det var svindel. I 2019 var det globale gjennomsnittet av matsvindel på 25%, mens det i Norge var noe lavere på 19%. (Rodahl, 2019) Dette kombinert med forbrukernes stadig økende krav til fersk og etisk produsert mat fører til et økt behov for kontroll over hele verdikjeden.

Alle av Orklas selskaper er pålagt å gjøre en risikovurdering av råvarene som mottas på fabrikkene. Orkla utviklet derfor en risikovurderingsmodell i 2016 med verktøy for hver råvarekategori, som er tilgjengelig for selskapene. Behovet for å effektivisere og gjøre hele verdikjeden mer transparent burde derfor være av høy interesse ettersom det både kan bidra til kostnadsbesparelser samt økt verdi for forbrukerne i form av mattrygghet.

Den relativt nye blockchain-teknologien kan bidra til nettopp dette. Et av de mest tiltalende aspektene ved blockchain-teknologien er at den ivaretar transparensen ved å lagre informasjonen på en slik måte at den ikke kan bli tuklet med. (Kritikos, 2018) Ved å bygge et økosystem med alle de som er involvert i verdikjeden vil derfor føre til at man kan samhandle med partnerne sine på en mer troverdig og effektiv måte (IBM).

Ved å dra nytte av denne teknologien vil Orkla kunne styrke merkevaren sin gjennom å bevise for kundene sine hvor produktet deres kommer fra, og hvilken reise de har hatt før de ender opp i butikkhyllen. Teknologien kan også bidra til å redusere usikkerheten rundt hvor leveransen befinner seg, og kan også automatisere gjenkjøp. De administrative kostnadene knyttet til reklamasjon, og å dokumentere for interessenter at man følger de høye standarder som kreves vil også minske.

3.3.5 Miljømessige forhold

Med miljømessige forhold menes de forhold i miljøet som kan påvirke bedriften, men også de forhold der bedriften påvirker miljøet. Det har det siste tiåret vært et økt fokus fra både myndigheter og forbrukere på hvilket klimaavtrykk bedrifter har. Verden står ovenfor en enestående utfordring i form av klimaforandringer. Den globale oppvarmingen skjer forttere enn det verden har klart å begrense utslippene, og det krever en innsats fra næringslivet for å bekjempe den. Ved å bidra i kampen mot klima forandringene bidrar bedriftene samtidig til å styrke egen merkevare gjennom å ta samfunnsansvaret sitt på alvor. Orkla har et klart mål om å drive bærekraftig produksjon av råvarer, utvikle bærekraftige forpakninger og redusere sitt klimaavtrykk (Orkla, 2020).

I 2014 utformet Orkla bærekraftsmål frem mot 2025 som innbar å kutte 60% i utslipp, 30% reduksjon i energi- og vannbruk, fossilfri energibruk, 50% reduksjon i matavfall og å tenke nytt om produkter og prosesser (Orkla, 2020, s. 62). Orkla har også stilt seg bak kampanjen ”Business Ambition for 1.5 C”, som er et initiativ av UN Global Compact for å øke bedrifters klimaambisjoner til 1.5 grader celsius målet. Arbeidet med å redusere utslippene skjer ikke bare i deres egne arbeidsprosesser, men gjennom hele verdikjeden.

3.3.6 Juridiske forhold

De juridiske forhold som angår Orkla vil være å til enhver tid følge de arbeidsreguleringer som gjelder i de respektive landene de operer i. Dette vil i Norge være å følge arbeidsmiljøloven, i tillegg til HMS. Det vil også være kritisk å følge miljøvernlovgivningen, da et brudd på disse lovene vil kunne skade merkevaren.

3.4 SWOT-analyse

SWOT-analysen er en metode for å evaluere bedriftens sterke og svake sider, muligheter og svakheter. Det er en oversiktlig metode for å oppsummere de interne og eksterne faktorene som påvirker selskapet.

3.4.1 Styrker

Orkla har en unik portefølje av merkevarer som har en sterk posisjon hos den norske konsumenten, og ekspanderer stadig porteføljen med nye merkevarer gjennom oppkjøp. Dette sammen med god logistikk har gitt dem stabil og forutsigbar lønnsomhet.

Det gjennomgående fokuset på bærekraft gjennom hele organisasjonen og verdikjeden gjør at Orkla er godt rustet for fremtiden, og den omstillingen som verden må gjennom for å stoppe klimaendringene.

3.4.2 Svakheter

Selv om den gjennomsnittlige konsumenten er kjent med merkevaren Orkla, så er det kanskje underkommunisert hvilke produkter som inngår i deres portefølje. Selskapet ville vært tjent med å fremme sammenhengen mellom merkevarene deres og merkevaren Orkla. Dette vil kunne skape en positiv merkevareholdning til Orkla i alle deres kategorier. En tydeligere kommunikasjon hvilke produkter som tilhører Orkla vil kunne gi positive effekter, spesielt ved lansering av nye produkter.

3.4.3 Muligheter

Appetitten forbrukere har for produkter som er produsert på en bærekraftig måte kan Orkla utnytte gjennom denne kundegruppens økte betalingsvilje for slike produkter. Det er

muligheter å kapitalisere på den grønne bølgen ved å lansere flere produkter i denne kategorien.

Ved å ta i bruk blockchain-teknologi for å få full kontroll på verdikjeden fra start til stopp, så kan Orkla skape merverdi for kunden i den forstand at de er sikre på hvor maten de kjøper kommer fra. Dette gjelder spesielt for de kundene som er opptatt av etiske og miljøvennlige produkter.

3.4.4 Trusler

Volatiliteten i valutamarkedet skaper utfordringer for Orkla ettersom innkjøpskostnadene for råvarer blir mer uforutsigbare. Det blir samtidig vanskeligere å beregne tidspunkt for sikring mot valutafluktasjoner på grunn av volatiliteten.

Sentralbankenes stadige økninger av pengemengden i verden skaper også usikkerhet knyttet til fremtidig inflasjon. Terminkontrakter på korn og hvete har allerede steget mye siden pengetrykningen begynte. En situasjon som under den arabiske våren vil føre til høyere priser, som igjen kan føre til at produktene til Orkla blir for dyre, og forbrukerne kjøper egne merkevarer fra kjedene.

Egne merkevarer har stabilisert veksten, men den kan fort ta seg opp igjen. Dette er særlig aktuelt om gjenåpningen fører til flere arbeidsløse i befolkningen og dermed dårligere kjøpekraft.

4 Regnskapsanalyse

Definisjoner og formler brukt i denne delen er tatt fra Trond Kristoffersens bok Årsregnskapet.

En regnskapsanalyse gjennomføres for å skaffe en oversikt over en bedrifts økonomiske posisjon og utvikling gjennom kartlegging og belysning av regnskapstallene bedriften har presentert. Slike analyser er nyttig å gjennomføre for flere parter. En aksjeeier vil ha nytte av analysen for å kunne vurdere eventuelle verdistigninger eller verdinedganger for så å kunne vurdere sine aksjeinvesteringer basert på de tallene som kommer fram av analysen. En kreditor vil kunne avgjøre om en bedrift kan betale sine avdrag og renter ved å se på hvor likvid, lønnsom og solid bedriften er. I tillegg vil ledelsen av bedriften ha nytte av å se på hvordan bedriften ligger an økonomisk for så å kunne planlegge fremtidige tiltak.

Det er fire opplysninger som fokuseres på når man gjennomfører en regnskapsanalyse. Disse er *lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet*. Det er disse forholdstallene vi skal fokusere på i denne analysen av Orkla ASA sitt regnskap. Først legger vi fram en oversikt over resultatregnskapet og balanseregnskapet for selskapet, deretter finner vi nøkkeltallene og går gjennom de fire forholdstallene vi er ute etter.

Resultatregnskapet:

Tabell 2: Resultatregnskap Orkla ASA (i millioner) (Tall hentet fra proff.no)

Resultatregnskap (i NOK)	2019	2018	2017	2016	2015
Sum salgsinntekter	43 381	40 629	39 324	37 092	32 610
Annen driftsinntekt	613	208	237	666	588
Sum driftsinntekter	43 994	40 837	39 561	37 758	33 198
Varekostnad	21 696	20 348	19 718	18 712	16 345
Lønnskostnader	8 202	7 734	7 567	7 259	6 432
Kun lønn	6 540	0	6 144	5 909	5 191
Ordinære avskrivninger	1 743	1 214	1 184	115	1 057
Andre driftskostnader	7 826	7 246	6 647	6 725	6 257
Driftsresultat	4 527	4 295	4 434	3 916	3 107
Sum annen renteinntekt	18	24	90	83	91
Sum annen finansinntekt	674	271	5 455	1 648	1 248
Sum finansinntekter	692	295	5 545	1 731	1 339
Sum annen rentekostnad	210	183	239	260	283
Andre finanskostnader	78	49	103	205	90
Sum annen finanskostnad	78	49	103	205	90
Sum finanskostnader	288	232	342	465	373
Resultat før skatt	4 931	4 358	9 637	5 182	4 073
Sum skatt	1 033	1 004	980	807	722
Ordinært resultat	3 898	3 354	8 657	4 375	3 351
Årsresultat	3 898	3 354	8 657	4 375	3 351

Balanseregnskapet:

Tabell 3: Balanseregnskap Orkla ASA (i millioner) (Tall hentet fra Proff.no)

Balanseregnskap (i NOK)	2019	2018	2017	2016	2015
Goodwill	0	14 673	14 150	12 741	12 608
Sum immatrielle midler	22 754	20 610	19 921	18 343	17 676
Sum anleggsmidler	42 740	37 707	35 712	42 529	41 228
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	89 141	8 022	6 913	6 471	6 225
Maskiner/anlegg/Biler	4 435	4 234	4 222	4 058	3 804
Driftsløsøre/inventar/verktøy/Biler	2 026	504	548	509	494
Sum varige driftsmidler	15 402	12 760	11 683	11 038	10 523
Investeringer i aksjer og andeler	102	0	0	0	0
Andre fordringer	306	488	425	640	880
Sum finansielle anleggsmidler	4 584	4 337	4 108	13 148	13 029
Sum varelager	5 958	6 007	5 797	5 265	5 021
Kundefordringer	6 078	5 990	6 165	5 597	5 267
Sum fordringer	7 045	6 804	7 048	6 499	5 892
Sum investeringer	1	13	17	107	1 376
Kasse/Bank/Post	1 669	1 978	4 834	1 204	721
Sum Kasse/Bank/Post	1 669	1 978	4 834	1 204	721
Sum omløpsmidler	14 673	14 802	17 696	13 075	13 010
Sum eiendeler	57 413	52 509	53 408	55 604	54 238
Aksje/Selskapskapital	1 252	1 274	1 274	1 274	1 274
Sum Innskutt egenkapital	1 972	1 971	1 995	1 994	1 994
Sum opptjent egenkapital	32 480	31 658	32 413	31 480	31 335
Annen egenkapital	32 480	31 658	32 413	31 480	31 335
Sum egenkapital	34 912	34 080	34 838	33 876	33 746
Sum avsetninger til forpliktelser	4 800	4 626	4 734	4 146	4 191
Pant/gjeld til kredittinstitusjoner	3 445	2 020	2 035	3 566	2 847
Sum annen langsiktig gjeld	1 378	97	100	123	177
Annen langsiktig gjeld	1 378	97	100	123	177
Sum langsiktig gjeld	12 583	9 401	9 554	11 318	12 913
Gjeld til kredittinstitusjoner	436	335	291	173	211
Leverandørgjeld	5 591	4 907	4 940	4 329	2 410
Skyldig offentlige avgifter	0	0	0	0	683
Annen kortsiktig gjeld	3 358	3 100	3 202	5 261	4 090
Sum kortsiktig gjeld	9 918	9 028	9 016	10 410	7 579
Sum gjeld	22 501	18 429	18 570	21 728	20 492
Sum egenkapital og gjeld	57 413	52 509	53 408	55 604	54 238

4.1 Lønnsomhet:

Lønnsomheten viser hvor godt bedriften klarer å skape overskudd gjennom sine investeringer og arbeid. Det vil være viktig å ha større inntekter enn kostnader for at bedriften skal kunne tiltrekke seg investorer for å øke selskapets egenkapital. Nøkkeltallene brukes for å kunne sammenligne årsresultatene opp mot relevante tall. Dette gjør at vi skaffer oss bedre og mer relevant informasjon enn om vi kun hadde sett på årsresultatet alene.

Orkla ASA solgte i 2017 sin eierandel i Sapa AS ettersom at deres strategi la vekt på selskaper innen merkevare. Salget av Sapa AS ga Orkla ASA inntekter på 5 milliarder (Selvik, 2017) som ble ført inn som «resultat fra ikke videreført virksomhet». Det kan diskuteres om dette salget bør være med i regnskapet eller om det burde settes som en ekstraordinær post av den grunn at det gir et såpass stort løft på lønnsomheten i det ene året.

Vi velger å inkludere dette salget i vår analyse, på grunn av at vi ser på Orkla ASA som et merkevarereselskap. Dette innebærer å selge og kjøpe virksomheter, som for eksempel Sapa AS, og er en del av Orkla ASA sin plan for å gjøre forretninger.

Nøkkeltallene vi ser på for å analysere selskapets lønnsomhet er *resultatmarginen*, *total kapitalrentabiliteten* og *egenkapitalrentabiliteten*.

4.1.1 Resultatmarginen:

Resultatmarginen viser hvor mye selskapet har tjent før ekstraordinære poster blir tatt hensyn til. Dette nøkkeltallet blir ofte brukt for å sammenligne ulike bedrifters resultat, da spesielt av media ettersom at det er et lett nøkkeltall å finne fram til. Vi ser på resultatmarginen før skatt, ettersom at størrelsen på skatten endres ofte på grunn av ulike skatteregulasjoner som varierer ofte. Dermed vil det gi et mer relevant nøkkeltall om vi ser på resultatmarginen før skatt.

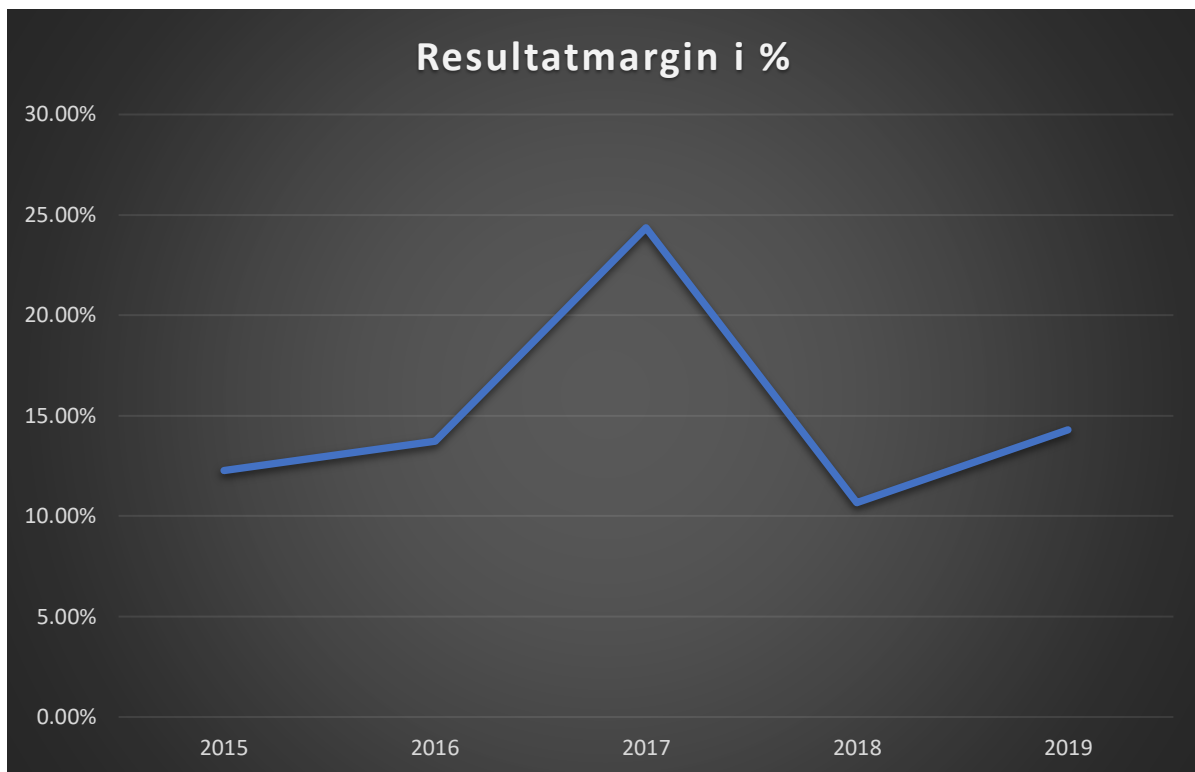
Vi regner ut resultatmarginen før skatt med denne formelen:

$$\text{Resultatmargin i \%} = (\text{Ordinært resultat før skatt} * 100\%) / \text{Driftsinntekter}$$

Ordinært resultat før skatt vises som *resultat før skatt* i resultatregnskapet, mens *driftsinntekter* er en egen post i det samme regnskapet. Disse verdiene har vi satt inn i en tabell og generert figurer for å kunne vise utviklingen av nøkkeltallet gjennom tidsperioden 2015-2019 visuelt.

Tabell 4: Resultatmargin

År	2015	2016	2017	2018	2019
Resultatmargin i %	12,27%	13,72%	24,36%	10,67%	14,30%



Figur 4: Resultatmargin

Som vi ser av tabellen og av figuren hadde Orkla ASA en kraftig økning i resultatmarginen i 2017 etter salget av Sapa AS. Dette ga en økning i resultatmarginen på 77,55%. Dersom vi fjerner salget av Sapa AS fra det ordinære resultatet før skatt, får vi en resultatmargin på 11,55%. Dette tilsier at uten store salg eller kjøp av virksomheter har resultatmarginen holdt seg relativt stabil gjennom denne perioden.

4.1.2 Totalkapitalrentabiliteten

Totalkapitalrentabiliteten viser hvor stor bedriftens avkastning på sin samlede kapital er og kan gi et innsyn i hvor godt denne bedriften har blitt drevet gjennom de fem relevante årene, ved å gi et tall som gir uttrykk for inntjeningen til bedriften. Det dette nøkkeltallet altså viser er hvor flink bedriften har vært på å bruke ressursene sine på en fornuftig og god måte for å skape inntjening. Dette er uavhengig av finansieringen bedriften har. Vi regner ut totalkapitalrentabilitet (TKR) med denne formelen:

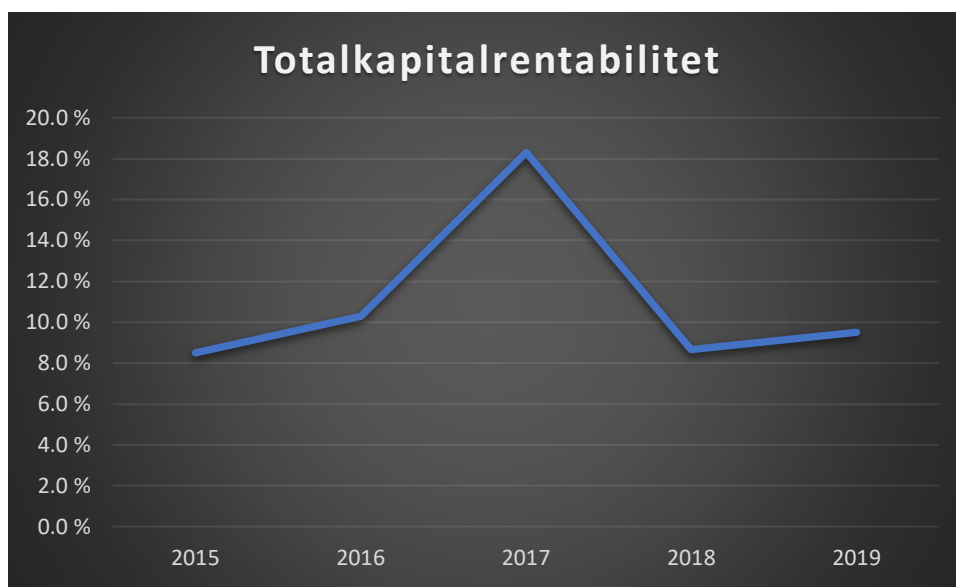
$$\text{TKR} = ((\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}) * 100\%) / \text{Gjennomsnittlig total kapital}$$

Både *driftsresultatet* og *finansinntektene* er egne poster i resultatregnskapet (bruker *sum finansinntekter* posten), mens *gjennomsnittlig total kapital* er gjennomsnittet av bedriftens total kapital for det relevante året og det foregående året. Totalkapitalen er summen av eiendelene til bedriften (også kalt balansesummen, ettersom at denne summen skal være lik

gjelden + egenkapitalen i balanseregnskapet) og dette finner vi fra *sum eiendeler* posten i balanseregnskapet. Nedenfor er relevante tabeller og figurer.

Tabell 5: Totalkapitalrentabilitet

År	2015	2016	2017	2018	2019
Totalkapitalrentabilitet	8,5%	10,3%	18,3%	8,7%	9,5%



Figur 5: Totalkapitalrentabilitet

Som vi ser har totalkapitalrentabiliteten lik kurve som resultatmarginen og vi ser nok en gang at den kraftigste økningen kom i 2017 som resultat av Sapa AS salget. Om vi ser på TKR uten salget vil den være på 8,85% og om vi bruker de vanlige forutsetningene for hva som tilsier en god TKR (over 10% = god og over 20% = veldig god) vil TKR med Sapa salget være en ganske sterk mens om vi ser på TKR uten salget vil den være akseptabelt, men svakere enn ønsket.

4.1.3 Egenkapitalrentabilitet:

Egenkapitalrentabiliteten viser hvor stor avkastningen på eiernes investering bedriften er. Dette nøkkeltallet vil dermed være mest relevant for eierne i bedriften og eventuelle investorer enn for eksempel for kreditorer. Eventuelle investorer kan bruke dette tallet for å sammenligne bedrifter som de vurderer å investere i. Egenkapitalrentabiliteten (EKR) etter skatt regnes ut med denne formelen:

$$\text{EKR} = (\text{Ordinært resultat etter skatt} * 100\%) / \text{Gjennomsnittlig egenkapital}$$

Tabell 6: Egenkapitalrentabilitet

År	2015	2016	2017	2018	2019
Egenkapitalrentabilitet etter skatt	10,3%	12,9%	25,2%	9,7%	11,3%

Vi finner *Ordinært resultat etter skatt* som posten *Ordinært resultat* i resultatregnskapet, mens den gjennomsnittlige egenkapitalen regnes ut som summen av *sum egenkapital* for det relevante året og det forrige delt på 2. Vi finner posten *sum egenkapital* i balanseregnskapet.



Figur 6: Egenkapitalrentabilitet

Det er ønskelig å ha en egenkapitalrentabilitet etter skatt som er høyere enn total kapitalrentabiliteten av den grunn at de som har egenkapital i selskapet sitter med en større risiko enn kreditorene som har gitt selskapet lån. Altså vil man kunne gi større avkastninger til de med større risiko. Orkla ASA har klart å holde EKR større enn TKR gjennom hele denne 5-års perioden og nivået på avkastningene har vært ganske sterke. I 2017 hjalp salget av Sapa AS til å øke EKR betraktelig, men den ville fortsatt vært på et akseptabelt nivå uten dette salget.

4.2 Finansiering:

Der lønnsomhetsanalysen tar hovedsakelig utgangspunkt i resultatregnskapet vil en finansieringsanalyse fokusere mest på balanseregnskapet. Finansiering vil her bety hvordan bedrift skaffer seg, og bruker, kapital. Nøkkeltallene vi bruker for å analysere en bedrift sin finansiering er *Finansieringsgrad 1* og *arbeidskapital*. Grunnen til å se på disse nøkkeltallene er å se på hvordan en bedrift har betalt for sine eiendeler og om en slik finansiering er god nok til å kunne fortsette med den i fremtidige år.

4.2.1 Finansieringsgrad 1:

Finansieringsgrad 1 (FG1) er et nøkkeltall som viser hvor mye av bedriftens anleggsmidler som er finansiert med langsiktig kapital. Med langsiktig kapital menes langsiktig gjeld og egenkapital. Dersom finansieringsgraden er under 1, vil dette bety at bedriften finansierer alle anleggsmidlene sine med langsiktig kapital. For å ha en såkalt *sunns finansieringsstruktur* bør man ligge under 1 i FG1 slik at også kortsiktige eiendeler kan finansieres av den langsiktige kapitalen. Dersom FG1 er over 1 vil dette bety at anleggsmidlene er finansiert med både kortsiktig og langsiktig kapital. Dette vil ikke være en fornuftig finansieringsstruktur for en bedrift, ettersom at anleggsmidler er langsiktige eiendeler og bør derfor også finansieres langsiktig. For å regne ut FG1 tar vi summen av anleggsmidler og deler dette på summen av både egenkapital og langsiktig gjeld, som vist i formelen under:

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \text{Sum anleggsmidler} / (\text{Sum egenkapital} + \text{Sum langsiktig gjeld})$$

Som også kan skrives slik:

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \text{Sum anleggsmidler} / \text{Langsiktig kapital}$$

Tabell 7: Finansieringsgrad 1

År	2015	2016	2017	2018	2019
Finansieringsgrad 1	0,88	0,94	0,80	0,87	0,90



Figur 7: Finansieringsgrad 1

Som vi ser av tabellen har Orkla ASA finansiert anleggsmidlene sine med langsiktig kapital, ettersom at finansieringsgraden er under 1 gjennom alle disse årene. Dette er en optimal finansieringsstrategi for selskapet. 2017 var året der finansieringsgraden er lavest, og en større del av anleggsmidlene ble finansiert med langsiktig kapital i dette året. Året før nærmet

finansieringsgraden seg 1, men de klarte også i dette året å holde en optimal finansieringsstruktur.

4.2.2 Arbeidskapital:

Arbeidskapitalen viser forskjellen mellom omløpsmidler og bedriftens kortsiktige gjeld. Her vil prinsippet om at anleggsmidler ikke bør finansieres med kortsiktig kapital gjøre at ønsket arbeidskapital vil være positivt. Arbeidskapitalen regnes ut med denne formelen:

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}$$

Tabell 8: Arbeidskapital

År	2015	2016	2017	2018	2019
Arbeidskapital (i millioner)	5 431	2 665	8 680	5 774	4 755



Figur 8: Arbeidskapital

Som vi ser av tabellen og figuren har Orkla ASA hatt en optimal struktur på finansieringene sine, ettersom at arbeidskapitalen er positiv for alle de relevante årene. Vi ser i 2017, da de hadde et bedre finansielt år, så er arbeidskapitalen på sitt høyeste. Etter dette har det vært en nedgang, som tilsier at en større og større andel av anleggsmidlene er blitt finansiert med kortsiktig gjeld, men de har klart å holde den positiv og med det holdt en god finansieringsstruktur.

4.3 Likviditet:

Likviditet viser en bedrifts betalingsevne, altså i hvor stor grad de kan betale tilbake kreditorer og andre som har fordringer på bedriften ved forfall. Vi bruker to *likviditetsgrader*

for å analysere en bedrifts likviditet. Dette er *likviditetsgrad 1* (LG1) og *likviditetsgrad 2* (LG2).

4.3.1 Likviditetsgrad 1:

Likviditetsgrad 1 viser hvor stor del av eiendelene til bedriften som er finansiert med kortsiktig gjeld. Med kortsiktig gjeld menes gjeld som bedriften ikke har tenkt å ha i lengere enn ett år, som for eksempel leverandørgjeld. Det vanlige kravet til LG1 er at den bør være større enn 2. Dette er derimot ikke et vanlig nivå å ligge på. Formelen for likviditetsgrad 1 er som følger:

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \text{Sum omløpsmidler} / \text{Kortsiktig gjeld}$$

Tabell 9: Likviditetsgrad 1

År	2015	2016	2017	2018	2019
Likviditetsgrad 1	1,72	1,26	1,96	1,64	1,48



Figur 9: Likviditetsgrad 1

Som vi kan se av tabellen og figuren har Orkla ASA hatt en god likviditetsgrad 1 i hele perioden, med det laveste nivået i 2016. Den optimale likviditetsgraden er på over 2, men dette er et ganske uvanlig nivå å ligge på, dermed kan vi si at Orkla har hatt en god likviditetsgrad over hele denne perioden. I 2017 var LG1 veldig nærme 2, noe som igjen tyder på at dette var et svært godt regnskapsår for Orkla ASA, mye på grunn av deres salg av eierandeler i Sapa AS.

4.3.2 Likviditetsgrad 2:

Likviditetsgrad 2 (LG2) viser det samme som likviditetsgrad 1, men i LG2 ser man kun på de mest likvide omløpsmidlene. Dette vil være de omløpsmidlene som raskt kan gjøres om til likvider med å gjennomføre raske og enkle transaksjoner. I de fleste tilfeller vil de mest likvide omløpsmidlene være alle omløpsmidler unntatt varelageret. Formelen for LG2 vil da være:

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \text{Mest likvide omløpsmidler} / \text{Kortsiktig gjeld}$$

Og dersom vi antar at det kun er varelageret som ekskluderes:

$$\text{Likviditetsgrad 2} = (\text{Sum omløpsmidler} - \text{Sum varelager}) / \text{Kortsiktig gjeld}$$

Vi antar at det kun er varelageret som ikke kan omgjøres raskt til likvider for Orkla ASA, men ettersom at Orkla ASA ikke har verdier i varelager (ifølge balanseregnskapet) så vil LG2 ha samme verdi som LG1. Vi ser dermed ikke på LG2 da vi gjennomfører vår analyse.

4.4 Soliditet:

Soliditet ser på hvor godt et selskap takler perioder med nedgang/tap. For å skaffe oss innsikt i hvor godt et selskap takler slike perioder ser vi på hvor stor del av kapitalen deres som består av egenkapital og gjeld. I tillegg ser vi på i hvor stor grad et selskap klarer å betale avdrag og renter på lån og annen gjeld de har anskaffet seg. De relevante nøkkeltallene blir dermed *egenkapitalandel*, *gjeldsgrad* og *rentedekningsgrad*.

4.4.1 Egenkapitalandel:

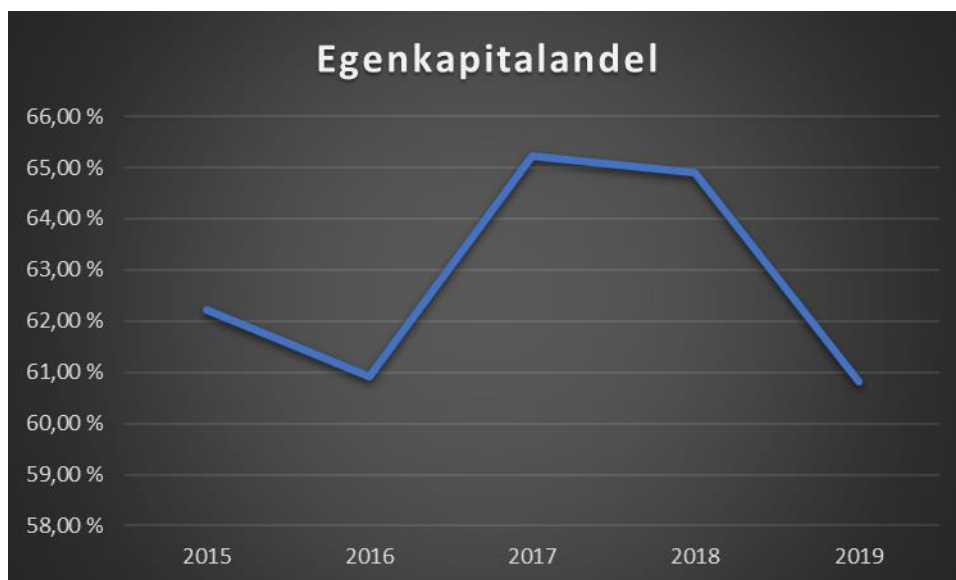
Egenkapitalandelen til et selskap viser hvor stor del av deres eiendeler som er finansiert med egenkapitalen fra eiere, investorer og lignende. Vi ser altså på egenkapitalen i forhold til totalkapitalen, der totalkapitalen er summen av et selskaps eiendeler (også kalt *balansesummen*). Ved å finne ut hvor stor andel av eiendelene som er finansiert med egenkapital kan vi også finne ut hvor stort et eventuelt tap kan være på før det får konsekvenser for kapitalen som er hentet inn fra gjeld, også kalt *fremmedkapital*. Det er vanskelig å si hvor stor egenkapitalandel selskapet bør ha, men hvis det er et aksjeselskap vil man tidligere ikke kunne utbetale aksjeutbytte til aksjeeiere dersom egenkapitalandelen er 10%. Selv om dette kravet ikke er gjeldende lengere er det fortsatt en god grense å sette for egenkapitalandelen. Egenkapitalandelen regnes ut med en enkel formel som gir oss egenkapitalen som en prosentandel av totalkapitalen, noe som gir oss et godt overblikk.

$$\text{Egenkapitalandel} = (\text{Egenkapital} * 100\%) / \text{Totalkapital}$$

Tabell 10: Egenkapitalandel

År	2015	2016	2017	2018	2019
Egenkapitalandel	62,22%	60,92%	65,23%	64,90%	60,81%

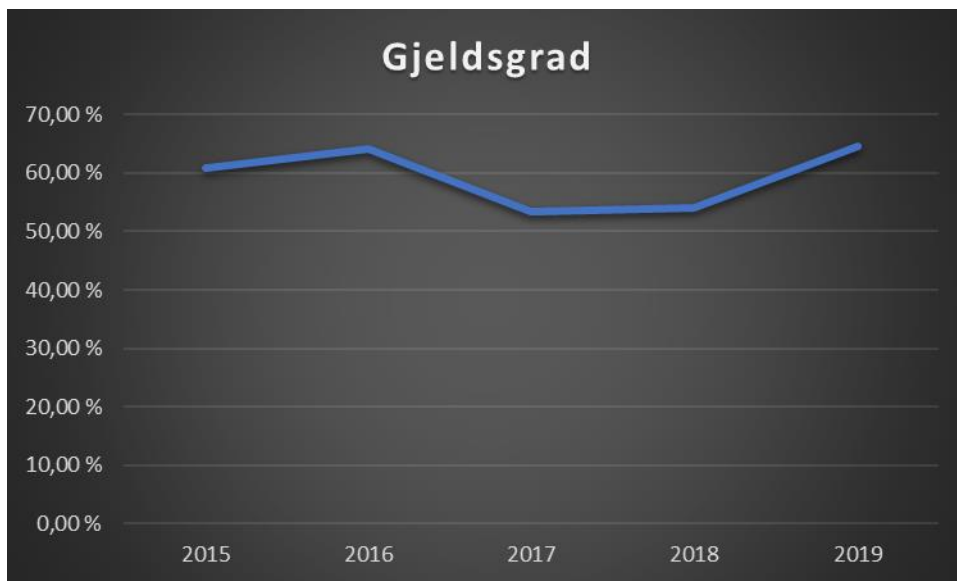
Tabell 11. Egenkapitalandel



4.4.2 Gjeldsgrad:

Gjeldsgraden viser hvor stor gjelden er i forhold til egenkapitalen til selskapet. Det å ha en høy gjeldsgrad vil være negativt for et selskap ettersom at de da har en mindre grense for hvor mye de kan tape før dette går utover de som selskapet har tatt opp gjeld hos, altså kreditorene. En lav gjeldsgrad vil dermed være et godt tegn på at selskapet har en god soliditet og er da mindre sannsynlig for å gå inn i konkurs. Gjeldsgraden kan enten skrives som prosent eller som antall ganger egenkapitalen. Vi velger å skrive den som prosent, noe vi føler gir et lettere overblikk. Formelen for gjeldsgrad er som følger:

$$\text{Gjeldsgrad} = \text{Sum gjeld} / \text{Sum egenkapital}$$



Figur 10: Gjeldsgrad

Vi ser at gjeldsgraden er lav i gode perioder, mens den øker i dårligere perioder. Vi ser at Orkla ASA har hatt en jevn gjeldsgrad gjennom hele perioden og etter salget av Sapa AS har Orkla ASA kunne finansiere mer av driften sin med egenkapital enn i tidligere perioder.

4.5 Oppsummering regnskapsanalyse:

Når vi ser på resultatregnskapet til Orkla ASA i perioden 2015-2019 så ser vi at firmaet har hatt veldig gode resultater gjennom denne tiden. 2017 var klart det året der de presterte best, noe som vi ser tydelig i nøkkeltallene vi har funnet fram til. Vi ser også at det har vært en økning fra 2018 til 2019. Selv om denne er relativt liten så er dette et godt tegn på at Orkla ASA drives godt og kan vente økning i fremtidige perioder også

Når vi ser på lønnsomheten så har Orkla ASA hatt en resultatmargin på over 10% gjennom hele denne perioden og har klart å skape overskudd for investorene på et regelmessig godt nivå. Etter salget av Sapa AS så vi en stor økning i lønnsomheten der resultatmargin, totalkapitalrentabilitet og egenkapitalrentabiliteten var på veldig godt nivå. Et godt nivå for totalkapitalrentabiliteten er på mellom 10-15%, dersom de ikke har høyere renter på gjelden sin enn dette og Orkla ASA var under dette nivået i 2015, 2018 og i 2019, men dersom gjeldsraten ikke var høyere enn totalkapitalrentabiliteten i disse årene vil ikke dette være et problem for lønnsomheten til selskapet. Orkla ASA har i denne perioden hatt god lønnsomhet og gitt god avkastning til både de som har egenkapital i selskapet og de som har finansiert de med lån.

Nøkkeltallene som viser finansieringen til Orkla ASA har vært optimale gjennom denne 5-års perioden. Finansieringsgraden bør ikke være over 1 for at selskapet skal kunne ha en god finansieringsstruktur og som vi ser er den under 1 gjennom alle årene. Arbeidskapitalen har også vært optimal, ettersom at den har vært positiv i alle de fem relevante årene. Vi kan da se at Orkla ASA har i denne perioden ikke tatt opp mye kortsiktige lån for å finansiere sine

anleggsmidler, noe som er en optimal strategi. Dersom Orkla ASA klarer å holde denne strukturen i fremtidige perioder er dette et positivt tegn for fremtiden.

Likviditeten til Orkla ASA har også vært betryggende, ettersom at likviditetsgraden har vært på et mye lavere nivå enn det som er ønsket. Det ønskede nivået er på over 2, men selv om Orkla ASA har ligget under dette i denne perioden har de hatt en relativt god likviditetsgrad på godt over 1. Dette tyder på at Orkla har en god betalingsevne ovenfor sine kreditorer.

Når det kommer til soliditet så virker Orkla ASA ut ifra nøkkeltallene relativt trygge med gode tall for både egenkapitalandelen og gjeldsgraden. Vi ser at egenkapitalandelen er høy og gjeldsgraden aldri er over 100% av egenkapitalen i perioden, noe som gjør at vi kan si at Orkla ASA kan ta et relativt stort tap før det begynner å gå utover kreditorene til selskapet.

Etter å ha sett på alt dette kan vi si at Orkla ASA er et lønnsomt selskap som tåler godt perioder med nedgang. De har også en optimal finansieringsstruktur og har en relativt god likviditet.

5 Finansiell analyse

Den finansielle analysen er delen der vi går nærmere inn på selve verdsettelsen av selskapet. Den finansielle analysen brukes altså for å besvare problemstillingen. Først skal vi gjennomføre verdsettelsen ved hjelp av en fundamental verdsettelsesmetode. Videre skal vi gjennomføre en markedsbasert analyse hvor verdsettelsen skjer ved hjelp av multipler.

5.1 Fundamental verdsettelse

I den fundamentale verdsettelsen lager vi en prognose på fremtidige kontantstrømmer. I denne delen har vi valgt å bruke diskontert kontantstrømmetode. Videre estimerer vi et avkastningskrav som skal brukes i siste steg hvor kontantstrømmene skal diskonteres ned til dagens verdi basert på dette avkastningskravet.

5.1.2 Diskontert Kontantstrømmetode:

Den diskonterte kontantstrømmetoden er en verdsettelsesmetode som brukes for å verdsette et selskap basert på estimater av fremtidige kontantstrømmer. Disse estimatene blir deretter justert for tidsverdien. For å kunne verdsette Orkla ASA må vi først finne de fremtidige frie kontantstrømmene og diskontere disse med et avkastningskrav. Det finnes flere metoder for å diskontere kontantstrømmene og den vi velger å bruke her er WACC-metoden. WACC står for Weighted Average Cost of Capital, og brukes for å finne et selskaps kapitalkostnad der alle delene av selskapets kapital er vektet proporsjonalt. Altså er aksjer, obligasjoner og langsiktig gjeld tatt med i regnestykket. Vi må også finne en god estimator for den fremtidige veksten Orkla ASA kommer til å ha, i tillegg til gode estimater for de fremtidige kontantstrømmene. Vi bruker informasjonen gitt fra Orkla ASA sitt siste årsmøte og årsrapporten for å komme fram til verdiene vi skal bruke, sammen med informasjon fra markedet og skatteetaten.

5.1.3 Avkastningskrav:

Et avkastningskrav er, som navnet tilsier, et krav til nivået av avkastningen til selskapet satt av eiere og kreditorer som er investert i selskapet. Avkastningskravet blir sett på som en alternativkostnad som viser hva eierne og kreditorerne kunne fått i avkastning dersom de hadde investert i andre alternativ med lik risiko. Når vi skal neddiskontere kontantstrømmene, må vi finne avkastningskravet for totalkapitalen. Denne beregnes ved å benytte formelen for WACC (Brealey, Myers, Allen, 2020, s. 232):

$$WACC = r_E * \frac{E}{E + D} + r_D * \frac{D}{E + D} * (1 - T_C)$$

Der:

- r_E , egenkapitalkostnad
- r_D , gjennomsnittlig lånerente

- E, egenkapital
- D, gjeld
- T_C , skattesats

Det første vi gjør er å finne egenkapitalkostnad (r_E). Denne finner vi ved å benytte kapitalverdimetoden (CAPM). CAPM står for Capital Asset Pricing Model. Modellen forklarer sammenhengen mellom systematisk risiko og forventet avkastning for aksjene til selskapet.

Formel for CAPM:

$$r_E = \beta(r_m - r_f) + r_f$$

5.1.3.1 Risikofri rente (r_f)

Den risikofrie renten (r_f) viser den avkastningen en investor kunne skaffet seg ved å investere kapitalen sin risikofritt. Vanligvis blir den langsiktige renten på norske statsobligasjoner brukt som risikofri rente. Det finnes ingen investeringer som er totalt *risikofritt*, men innen finans blir obligasjoner utsendt av den norske stat sett på som tilnærmet risikofritt ettersom man kan anta at staten er en sikker betaler og det er lite sannsynlig at den ikke klarer å gjøre opp for sine forpliktelser. Årsgjennomsnittet renten på tiårige statsobligasjoner fra Norges Bank er på 0,82% per 03.03.2021 (Norges Bank). Vi justerer denne med inflasjonen som i 2020 var på 2,2%. Vi får da en risikofri rente på 3,02%.

5.1.3.2 Markedets risikopremie ($r_m - r_f$):

Markedets risikopremie er definert som differansen mellom avkastningen på markedsporteføljen og den risikofrie renten. Risikopremien for markedet er den ekstra avkastningen en investor krever for å investere sin kapital i et selskaps investering, i stedet for å investere kapitalen i risikofrie investeringer. Den viser altså hvor stor avkastning investorer krever for å ta på seg mer risiko. Denne verdien finner PricewaterhouseCooper (PwC) hvert år ved å gjennomføre en undersøkelse i samarbeid med Norske Finansanalytikerers Forening. Ifølge denne undersøkelsen var risikopremien for markedet på 5% i 2020.

5.1.3.3 Beta (β) for Orkla ASA:

Betaen viser som nevnt den systematiske risikoen til en gitt aksje i aksjens relevante marked. En beta ligger som oftest mellom 0 – 2 og viser hvordan aksjen til selskapet forholder seg til svingninger i det relevante markedet. En aksje med en beta høyere enn 1, har hatt større endringer i prisen enn markedsporteføljen over en gitt periode. Hvis betaen er lavere enn 1, har endringene i kursen over en gitt periode vært lavere enn markedsporteføljen. En aksje

med en betaverdi lik 1 betyr at aksjen svinger i takt med markedsporteføljen (Euroland, 2019).

Det finnes også aksjer med en negativ beta, noe som vil si at den går i motsatt retning av markedet. Går markedet opp, går aksjen ned osv. I beregningen av betaverdien til Orkla bruker vi prisdata fra den tyske aksjeindeksen DAX som tilhører Frankfurt børsen. Formelen for beta er følgende:

$$\beta_j = \frac{\text{Kovarians}(R_j, R_m)}{\text{Varians}(R_m)}$$

Der:

- R_j er avkastningen til aksjen
- R_m er avkastningen på markedsporteføljen.

For å finne Beta for Orkla ASA bruker vi metoden som blir lagt fram i *Financial Modeling* av Simon Benninga. Denne innebærer å laste ned historiske data for aksjeprisen til Orkla ASA og for en aksjeindeks som den skal settes opp mot, for så å legge dette inn i Excel. Deretter regner vi ut avkastningen til både Orkla og den valgte indeksen ved bruk av følgende formel i excel:

$$\text{Avkastning i \%} = \frac{\text{Pris på tidspunkt 1}}{\text{Pris på tidspunkt 0}} - 1$$

I utregningen av beta har vi valgt å se bruke DAX indeksen som består av 30 store tyske selskaper på Frankfurt-børsen. Grunnen til at vi ikke har valgt å bruke hovedindeksen på Oslo Børs er at den er veldig oljesensitiv. Å bruke den tyske DAX indeksen kan da gi oss et mer riktig bilde av hvordan markedet beveger seg.

Vi ser at kovariansen til avkastning til Orkla ASA aksjen og avkastningen på markedsporteføljen er negativ, noe som innebærer at også betaen til Orkla ASA vil være negativ. Den fermårlige betaen til en Orkla ASA aksje er på -0,1867. Det er denne verdien vi kommer til å bruke i beregningen av avkastningskravet på egenkapitalen.

Tabell 12: Beta

	Kovarians	Varians (DAX)	Beta
12mnd	0,0024	0,0013	-1,9044
3 år	-0,0008	0,0035	-0,2402
5 år	-0,0005	0,0025	-0,1867

En aksje med negativ beta vil få et veldig lavt avkastningskrav. Når denne blir lagt til i en diversifisert portefølje vil risikoen på porteføljen reduseres. Denne aksjen vil altså gjøre det bra når indeksen gjør det svakt, og vice versa. Det går altså å bruke aksjen som en slags

forsikring i porteføljen. Ved å se på grafen under kan vi forstå hvorfor Orkla har en negativ beta. Grafen viser data fra de 5 siste årene. Vi ser på figuren at i mange tilfeller der avkastningen i markedet går opp, går avkastningen til Orkla ned. Vi ser spesielt dette i de første månedene av 2020. På grunn av koronakrisen stuper markedet, mens Orkla ser ut til å ha positiv avkastning. Dette kommer sannsynligvis av at investorer ser på Orkla aksjen som en «trygg havn» når resten av markedet går dårlig.



Figur 11: Sammenligning av ORK og DAX siste 5 år (DN Investor)

5.1.3.4 Utregning av CAPM:

Nå som vi har alle variablene vi trenger for å finne CAPM kan vi sette denne inn i formelen som vist ovenfor:

$$r_E = 3,02\% + (5\% \times (-0,1867)) = 2,09\%$$

5.1.3.5 Beregning av total kapitalens avkastningskrav (WACC)

I neste ledd av beregningen av diskonteringsfaktoren (WACC) er vi nødt til å finne egenkapitalandel, gjeldsandel og gjennomsnittlig gjeldsrente, i tillegg til skattesatsen.

	2015	2016	2017	2018	2019
Egenkapitalandel	62,2%	60,9%	65,2%	64,9%	60,8%
Gjeldsandel	37,8%	39,1%	34,8%	35,1%	39,2%
Rentenivå	2,8%	1,8%	2,2%	3,4%	2,5%

Tall hentet fra årsrapport 2019 s. 218

Vi kan se at egenkapitalandelen er ganske jevn i perioden 2015-2019. Vi så den høyeste egenkapitalandelen i 2017 da den utgjorde 65,2%. Det laveste i perioden var i 2019 da den utgjorde 60,8%. Den gjennomsnittlige lånerenten var også ganske jevn i perioden. Den hadde

en liten topp i 2018 da den var 3,4%. Denne toppen kan ha noe med at det generelle rentenivået i Norge var litt høyere i 2018 enn i de andre årene. I 2019 var rentenivå på 2,5%. I beregningen av WACC legger vi et rentenivå på 3% til grunn da vi forventer at rentenivået kommer til å øke noe de neste årene.

Vi finner skattesatsen fra regjeringens nettsider. Skattesatsen for bedrifter 2020 og 2021 var 22 prosent. Det er denne satsen vi kommer til å bruke her.

Dette resulterer i følgende avkastningskrav på totalkapitalen:

$$WACC = 2,09\% * 60,8\% + 3\% * 39,2\% * (1 - 22\%) = 2,19\%$$

5.1.4 Estimert kontantstrøm

5.1.4.1 Inntekter

Historiske driftsinntekter for Orkla ASA har i perioden 2015 til 2019 hatt en vekst på mellom 3,32% i 2018 og 13,74% i 2016. Vi ser på de historiske driftsinntektene de siste fem årene fordi dette gir informasjon om hvordan inntektsgrunnlaget har utviklet seg over tid. Dette vil kunne hjelpe oss med å finne et fornuftig vekstestimat for fremtidige inntekter. Gjennomsnittsvæksten i perioden utgjorde 8,01%.

Når vi skal estimere fremtidige inntekter for Orkla kan vi se på hvordan veksten i dagligvarehandelen har vært de siste årene. Nielsen.com kommer årlig ut med en rapport om dagligvarebransjen (NielsenIQ, 2021). Rapporten viser en vekst i omsetning i dagligvarebransjen mellom 1,1% og 4,1% i perioden 2010 til 2019, det er tegn til stagnasjon de siste årene. På grunn av koronapandemien ser vi et trendbrudd i omsetningsveksten i dagligvaremarkedet. Veksten har gjort et hopp fra 1,3% i 2019 til 17,1% i 2020. Den organiske veksten utgjorde 15,8% Denne veksten ser vi spesielt i de befolkningstette og grensenære områdene. Det kommer frem i rapporten at i Q1 var veksten på 7,2%, mens i Q2 og Q3 var veksten på henholdsvis 20,3% og 20,2%. Siden Orkla i stor grad produserer og selger produkter til dagligvaremarkedet vil disse opplysningene være svært nyttige i estimeringen av fremtidige inntekter.

Når det kommer til vekst i 2021 og utover legger vi til grunn at omsetningen kommer til å returnere til et mer normalt nivå. I følge S&P Global Ratings sine beregninger vil EU ha vaksinert 70% av den voksne befolkningen sin mot COVID-19 i løpet av juli 2021, hvorav den mest utsatte gruppen over 65 er ferdig vaksinert innen slutten av april (S&P Global Ratings, 2021). Med store deler av befolkningen vaksinert og åpningen av samfunnet vil sannsynligvis omsetningen gå til et normalt nivå. Åpning av grenser vil føre til en økning i grensehandel og taxfreehandel igjen, som vil ta markedsandeler fra Orkla og dagligvarebransjen. Når serveringssteder åpner igjen vil nok flere spise ute og oppheving av reiserestriksjoner vil føre til at flere tilbringer tid i utlandet og ikke på norgesferie slik vi så i

2020. Mindre bruk av hjemmekontor kan også ha en innvirkning på omsetningen av blant annet dagligvarer.

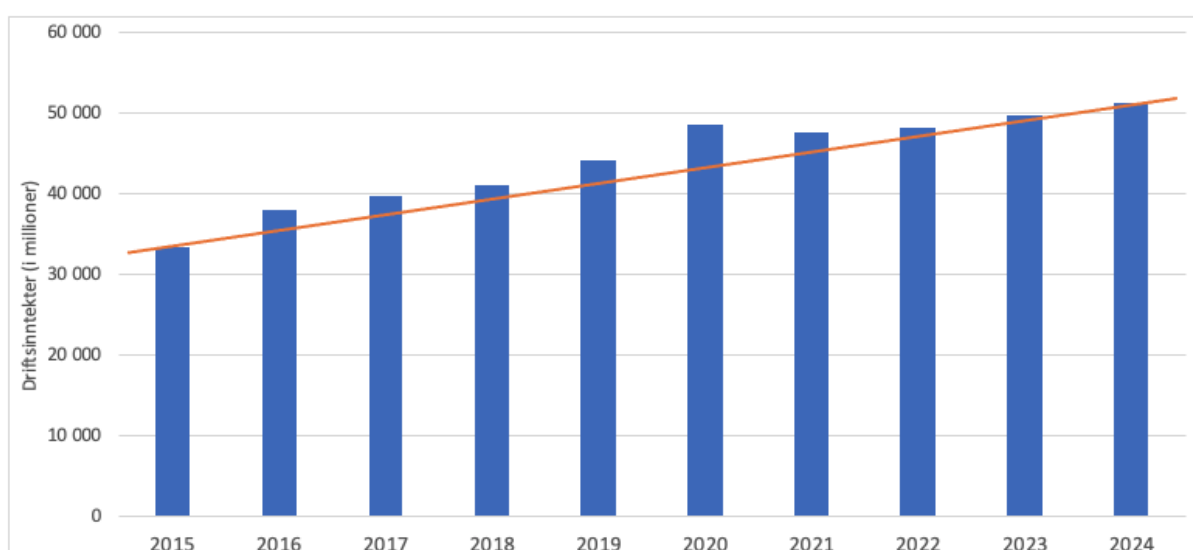
Tabell 13: Historiske og estimerte driftsinntekter

År	Historisk				
	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter (i millioner)	33 198	37 758	39 561	40 837	43 994
Endring (%)	12,16%	13,74%	4,78%	3,23%	7,73%

Gjennomsnittsvest (2015-2019)	8,33%
-------------------------------	-------

År	Estimert				
	2020	2021	2022	2023	2024
Driftsinntekter (i millioner)	48 393	47 426	48 073	49 516	51 001
Endring (%)	10%	-2%	1%	3%	3%

Siden Orkla driver innen flere produktkategorier enn kun dagligvarer justerer vi vekstestimatet litt ned og legger en 10% økning til grunn for estimatet av driftsinntekter i 2020. Tallet justeres litt ned blant annet fordi salg til av råvarer til restauranter og utelivsbransjen sannsynligvis vil reduseres. Vi forventer at omsetningen kommer til å begynne å returnere til et normalt nivå allerede i 2021 siden vaksineringsen i Norge og Europa sannsynligvis vil føre til at samfunnet åpner opp og det lettes på koronatiltakene. Driftsinntektene i 2022, 2023 og 2024 er beregnet ut ifra om vi legger en årlig vekst på 3% fra 2019 om ikke pandemien hadde påvirket årene 2020 og 2021. Diagrammet under viser de historiske og estimerte driftsinntektene med en tilnærmet trendlinje for inntektene om vi ikke inkluderer tallene fra 2020 og 2021.



Figur 12: Historiske og estimerte driftsinntekter

5.1.4.2 Driftskostnader

Driftskostnadene som andel av driftsinntektene i Orkla de siste fem årene har vært svært jevn og holdt seg rundt 89-90%. I tabellen ser vi at årlig vekst i driftskostnader beveger seg i takt med inntektene og har en korrelasjonskoeffisient på 0,96 som er svært høyt. Det er en del usikkerhet knyttet til prisene Orkla får hos sine leverandører, men vi antar her at driftskostnadene vil ha lik utvikling som driftsinntektene.

Tabell 14: Historiske og estimerte driftskostnader

År	2015	2016	2017	2018	2019
Driftskostnad som andel av driftsinntekt (%)	90,64%	89,63%	88,76%	89,48%	89,71%
Endring driftskostnad (%)	13,62%	12,47%	3,76%	4,06%	8,00%
Endring driftsinntekt (%)	12,16%	13,74%	4,78%	3,23%	7,73%

Korrelasjon	0,967
-------------	-------

	Historisk				
År	2015	2016	2017	2018	2019
Driftskostnader (i millioner)	30 091	33 842	35 116	36 542	39 467
Endring (%)	13,62%	12,47%	3,76%	4,06%	8,00%

	Estimert				
År	2020	2021	2022	2023	2024
Driftskostnader (i millioner)	43 414	42 545	43 127	44 420	45 753
Endring (%)	10%	-2%	1%	3%	3%

5.1.4.3 Skatt

I skatteberegningen kommer vi til å bruke skattesatsen på 22% prosent som er brukt i både 2020 og 2021 (Regjeringen, 2021).

5.1.4.4 Avskrivninger

Når det kommer til estimeringen av avskrivninger kan vi se at avskrivningene som andel av driftsinntekt har holdt seg ganske stabil på mellom 3% og 4% de siste årene. Vi ser ingen grunn til at denne trenden kommer til å endre seg i fremtiden. Vi tar derfor her et gjennomsnitt av andelene for de siste årene og legger dette til grunn i beregningene.

Tabell 15: Historiske og estimerte avskrivninger

Historisk

År	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekt	33 198	37 758	39 561	40 837	43 994
Avskrivninger	1 057	1 146	1 184	1 214	1 743
Andel	3,18%	3,04%	2,99%	2,97%	3,96%
Gjennomsnitt andel	3,2%				

	Estimert				
År	2020	2021	2022	2023	2024
Driftsinntekt	48 393	47 426	48 073	49 516	51 001
Avskrivninger	1549	1518	1538	1585	1632
Andel	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%

5.1.4.5 Netto investeringer

Siden vi har lite informasjon om Orklas fremtidige investeringer, vil det bli svært vanskelig å forutse endringene i netto investeringer. Vi tror Orkla kommer til å holde sine investeringer på et jevnt nivå de neste årene på rundt 3,5 milliarder.

5.1.4.6 Endring i arbeidskapital

I årsrapporten for 2019 fremgår det at Orkla ønsker å oppnå en reduksjon på 3 prosentpoeng i netto arbeidskapital som andel av netto salgsverdi for perioden 2018-2021 (Orkla, 2020, s. 10). Arbeidskapital som andel av inntekt er 14,1% i 2018. Målet er altså å få dette tallet ned til ca. 11%. Vi legger til grunn at andelen vil holde seg rundt 11% de kommende årene.

Arbeidskapital kan regnes ut ved hjelp av denne formelen:

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}$$

Tabell 16: Estimerting av endring i arbeidskapital

	Estimert				
År	2020	2021	2022	2023	2024
Driftsinntekt	48 393	47 426	48 073	49 516	51 001
Arbeidskapital	5 300	5 217	5 288	5 447	5 610
Andel	11%	11%	11%	11%	11%
Endring arbeidskapital	545	-83	71	159	163

5.1.5 Estimert verdi

Formelen som brukes for å beregne nåverdien de estimerte kontantstrømmene til Orkla ser vi nedenfor. Det siste leddet i formelen representerer terminalverdien. Denne verdien viser kontantstrømmene om man skal «se inn i evigheten». Terminalverdien er svært følsom for vekstestimatet. I denne oppgaven setter vi et vekstestimat lik 1,3% som er inflasjonsmålet i Europa (European Central Bank, 2021). Vi ser her at den estimerte kursen regnet ut ifra de estimerte kontantstrømmene blir 104,21.

$$\text{Nåverdi} = \sum_{t=1}^5 \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{CF_5(1+g)}{(1+WACC)^4}$$

Tabell 17: Estimert verdi Orkla ASA

År	2020	2021	2022	2023	2024
Driftsinntekter	48 393	47 426	48 073	49 516	51 001
Driftskostnader	43 414	42 545	43 127	44 420	45 753
EBITDA	4 980	4 880	4 947	5 095	5 248
Avskrivninger	-1549	-1518	-1538	-1585	-1632
EBIT	3 431	3 362	3 408	3 511	3 616
Skattekostnad (22%)	-755	-740	-750	-772	-796
Driftresultat etter skatt	2 676	2 623	2 659	2 738	2 820
Avskrivninger	1549	1518	1538	1585	1632
Netto investeringer	-3500	-3500	-3500	-3500	-3500
Endring i arbeidskapital	545	-83	71	159	163
Kontantoverskudd	1 270	557	768	981	1 116

WACC	2,19%
g	1,30%

År	2020	2021	2022	2023	2024
Estimert kontantstrøm	1270	557	768	981	1116
Terminalverdi					116471
Estimert fri kontantstrøm	1270	557	768	981	117587
Nåverdi	1243	534	720	900	105516

Estimert markedsverdi	108912
+ Likvide midler	2000
= Bedriftens verdi	110912
- Rentebærende gjeld	6551
= Estimert verdi av egenkapital	104361

(Orkla, 2020, s. 28)

(Orkla, 2020, s. 26)

Antall aksjer	1 001 430 970
Estimert kurs (per 31.12.2019)	104,21

(Orkla, 2020, s. 227)

5.2 Markedsbasert verdsettelse

Markedsbasert verdsettelse er en annen metode for å finne verdien til et selskap. Denne metoden bruker multipler sammen med årlig resultat for så å sammenligne disse verdiene med bransjesnittet i samme sektor. Dette gjøres for å finne ut om et selskap er blitt over- eller underpriset i forhold til de andre selskapene i markedet. En multiplere er et forholdstall som ofte baserer seg på verdier fra resultatregnskapet eller balanseregnskapet. Vi kommer til å bruke tre multipler i denne delen for å sammenligne Orkla ASA med tre andre selskap i samme bransje. De tre multiplene er Price to Earnings (P/E), EV/EBITDA og Price to Book Value.

5.2.1 Selskaper vi sammenligner med:

Ettersom at Orkla ASA er den ledende virksomheten innen merkevarer i Norge kan det bli vanskelig å sammenligne andre norske selskaper med Orkla ASA. Det blir for store forskjeller på både størrelse og forretningsmodellene de bruker. Siden vi ønsker å benytte oss av multipler i vår verdsettelse er det viktig å finne relativt like selskaper som vi kan sammenligne Orkla ASA med. Derfor må vi se vekk fra Norge og ut mot verden. Derfor vil vi bruke selskapene Mondelez, Nestle og Procter & Gamble til å sammenligne med i denne delen av oppgaven, ettersom at disse er mer lik Orkla ASA og dermed gir et mer troverdig resultat. Alle tall hentet inn for Mondelez, Nestle og Procter & Gamble er blitt gjort om til NOK med valutakursen gitt den 31/12/2019. (Toll.no, 2019) Tallene i disse selskapene er hentet fra MarketScreener.com og relevante årsrapporter.



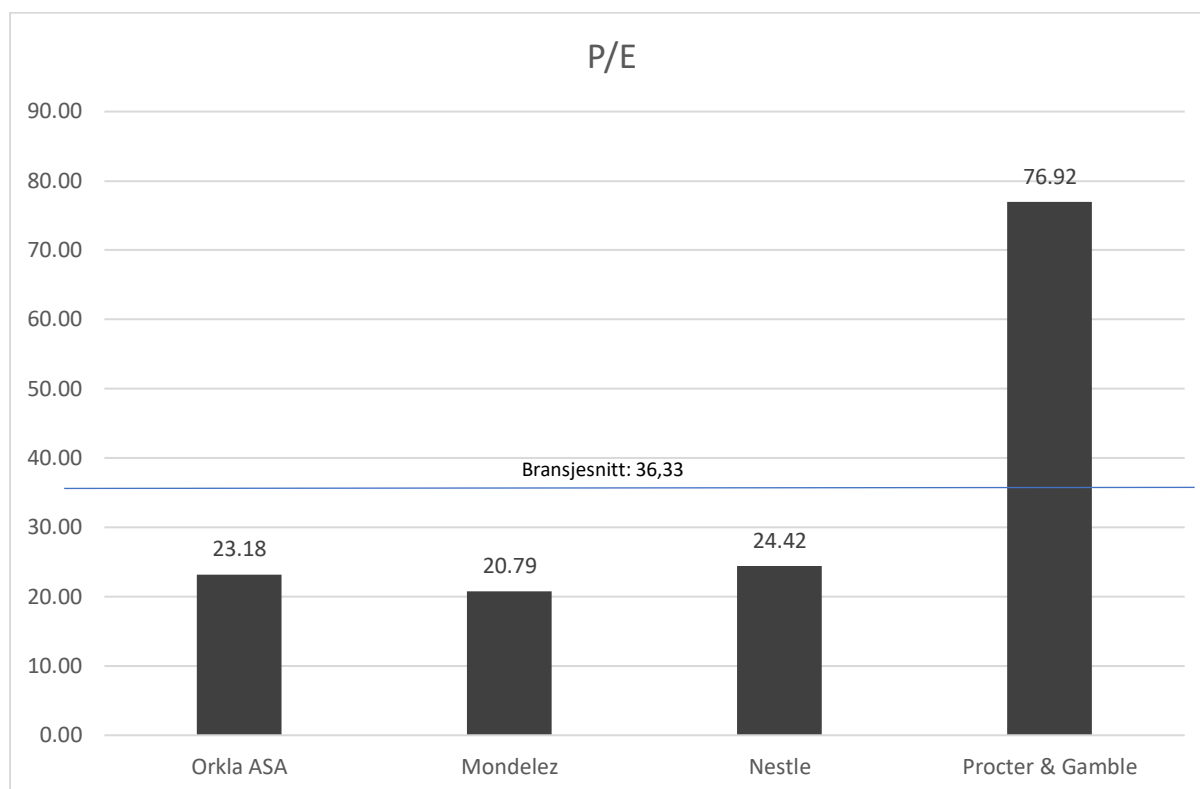
Procter&Gamble

5.2.2 P/E (Price to Earnings):

Price to Earnings (P/E) er en multiplere som blir brukt for å måle forholdet mellom den nåværende aksjekursen og deres resultat per aksje (også kalt Earnings per share (EPS)).

Denne multipljen blir ofte brukt av investorer og analytikere for å sammenligne selskap opp mot lignende selskap, i tillegg til å se på hvordan denne multipljen har utviklet seg for selskapet i løpet av en gitt tidsperiode. (Fernando, 2021) Formelen for å regne ut P/E er som følger:

$$\frac{\text{Price}}{\text{Earnings}} = \frac{\text{Aksjekursen}}{\text{Resultat etter skatt per aksje}}$$



Figur 13: Price-to-earnings

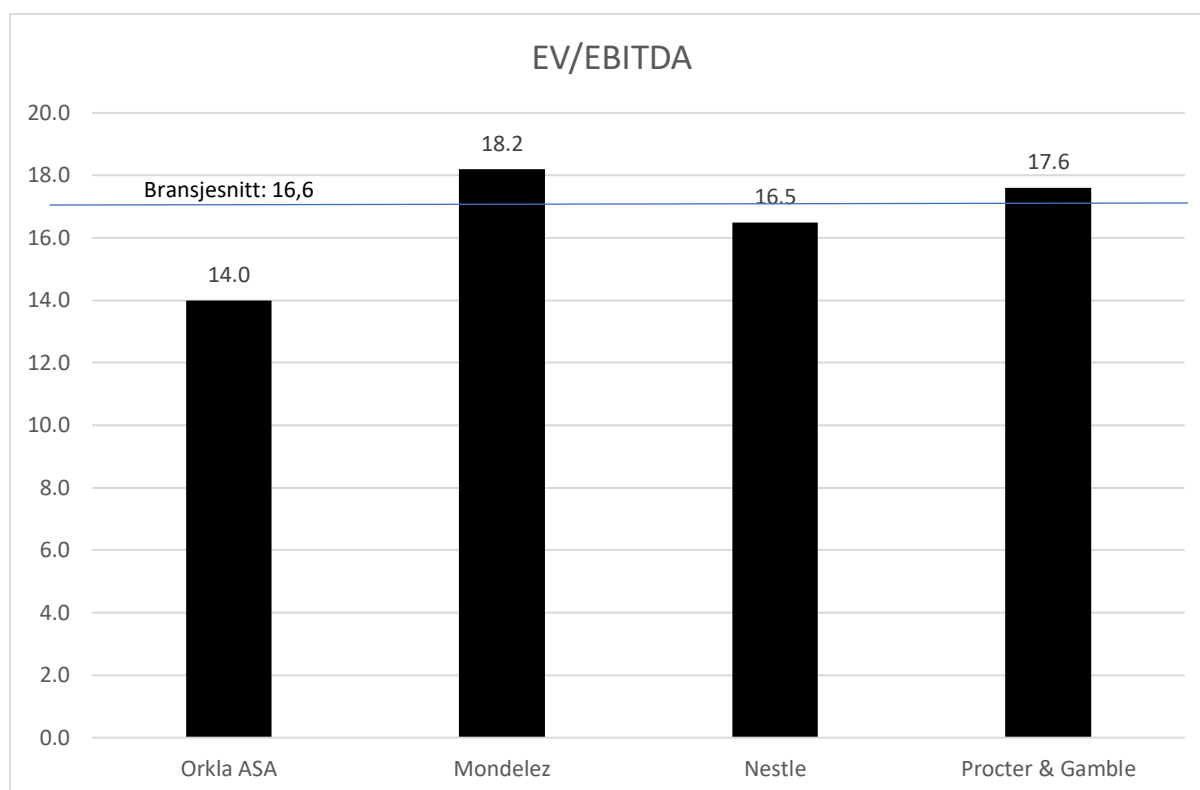
Vi ser at Procter & Gamble løfter bransjesnittet meget høyt på grunn av sin veldig høye P/E. Dette tyder på at deres aksjer er kraftig overpriset. Ifølge denne tabellen er alle de tre andre selskapene underpriset, men det må vurderes om Procter & Gamble's skyhøye P/E ikke kan være representativt for resten av bransjen og at bransjesnittet da ikke kan stoles fullstendig på. Orkla ligger ganske likt med Mondelez og Nestle på P/E-verdien og ettersom at bransjesnittet kan ha blitt satt for høyt kan vi ikke fastslå at Orkla er underpriset.

EV/EBITDA:

EV/EBITDA er nok en multipljen som vi kan bruke i denne analysen. EV står for «Enterprise value» og viser kapitalen som er sysselsatt i et selskap. EBITDA («Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization») gir oss et selskaps driftsresultat før avskrivninger, nedskrivninger, skatt o.l. blir inkludert. Med andre ord vil EBITDA være hvor mye den sysselsatte kapitalen faktisk er verdt i markedet. Multipljen blir ofte brukt når man

sammenligner selskaper fra forskjellige land, ettersom at den ser bort fra de forskjellige skattelovene i de ulike landene. (Hayes, 2021) Formelen for EV/EBITDA er som følger:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{Aksjekursen + Netto rentebærende gjeld}{Driftsresultat før avskrivninger}$$



Figur 14: EV/EBITDA

Vi ser i denne tabellen at Orkla ligger 2,6 under gjennomsnittet i bransjen. Dette vil ikke automatisk bety at de er i en dårlig situasjon, ettersom at hvor høyt dette tallet bør være varierer fra bransje til bransje. Bransjer med høy utvikling som for eksempel robotikk e.l. forventes å ha en høyere multiplikator enn bransjer med mindre vekst som for eksempel jernindustrien. Det at de ligger under bransjesnittet tyder derimot på at de kan være underpriset, men EV/EBITDA har noen svakheter som må regnes med. Den tar blant annet ikke med vekst, risiko eller økonomiske sesonger (for eksempel at et firma varierer mye mellom ulike deler av året).

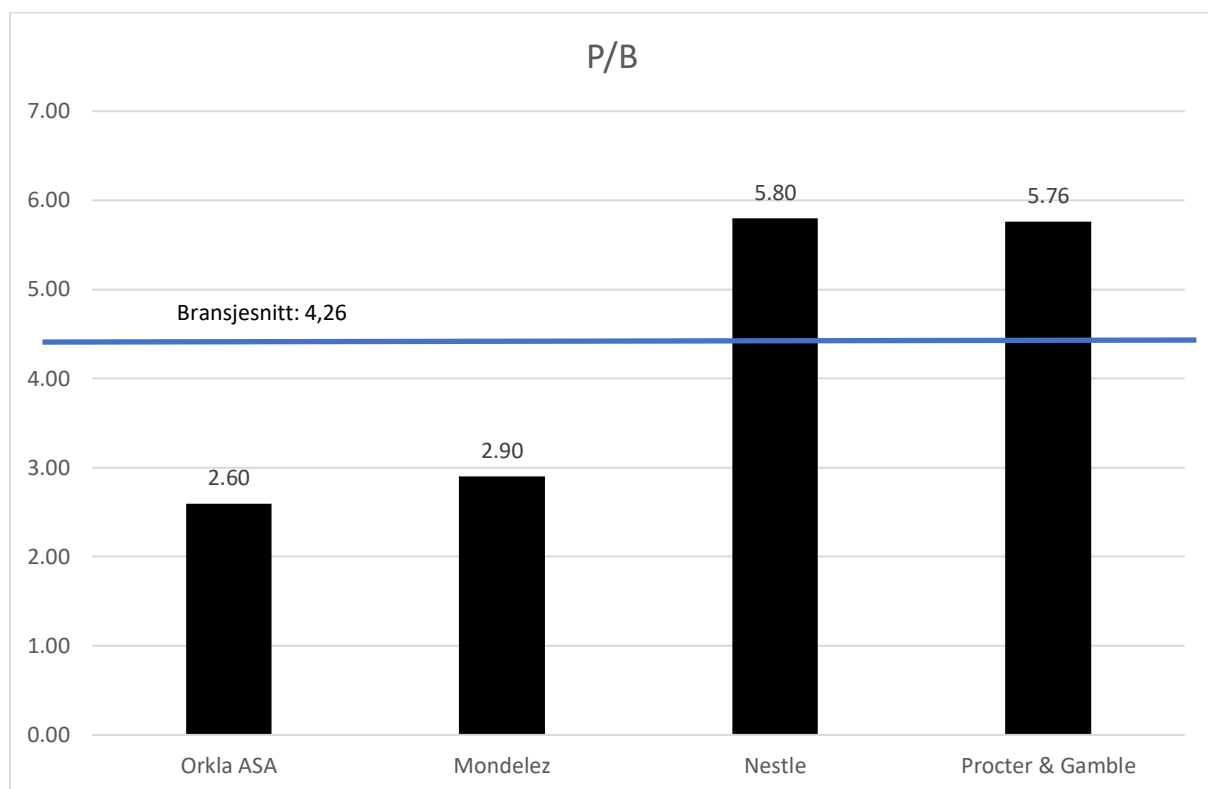
5.2.3 P/B (Price to Book value)

Price to Book value (P/B) er nok en multiplum som ofte blir brukt i slike analyser. Den viser forholdet mellom markedsprisen (eller aksjekursen) og hva som er den bokførte verdien på aksjene. Denne multiplum brukes for å se hvor mye markedet (investorer) er villig til å betale

for å ha aksjer i selskapet i forhold til hvor stor verdi aksjene er bokført til. En høy P/B verdi vil tilsa at markedet mener at selskapet kommer til å vokse og dermed er verdt mer enn egenkapitalen tilsier på det gitte tidspunktet. En lav P/B verdi vil si at markedet mener at verdien på selskapet er overvurdert og ikke kommer til å få en positiv vekst. (Fernando, 2021)

En «god» P/B verdi er vanskelig å fastslå ettersom at denne også varierer fra bransje til bransje (og investor til investor). Det P/B ikke tar med i regnestykket er det at forskning og utvikling (FoU) kan føre til en for høy P/B ettersom at høy satsing i denne sektoren presser den bokførte egenkapitalen ned, noe som igjen presser P/B opp. Investering i FoU kan være positivt for selskapets fremtidige vekst og det kan være vanskelig å si hvorvidt P/B verdien er realistisk satt. Derfor bør man ikke bare se på P/B verdien da man skal verdsette selskap. Formelen for Price to Book value er følgende:

$$\frac{\text{Price}}{\text{Book value}} = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Bokført verdi av egenkapital per aksje}}$$



Figur 15: Price-to-book Value

Vi ser at Orkla ligger relativt langt under bransjesnittet sammen med Mondelez. Dette tyder på at Orkla er underpriset av markedet. Nestle og Procter & Gamble sin høye P/B verdi tyder på at bransjen er en bransje som er i en relativt rask utvikling og dermed har et større vekstpotensial, som markedet ser ut til å ha fått med seg når det gjelder de to selskapene med høy P/B. Det kan også hende at Nestle og Procter & Gamble er blitt overpriset og at det er Orkla og Mondelez som har den mest realistiske P/B verdien.

5.2.4 Oppsummering og verdsettelse:

	P/E	EV/EBITDA	P/B
Orkla	23,18	14,0	2,6
Mondelez	20,79	18,2	2,9
Nestle	24,42	16,5	5,8
Procter & Gamble	76,92	17,6	5,76
Bransjesnitt	36,328	16,575	4,265

Denne tabellen viser multiplikatorverdiene til Orkla og selskapene vi sammenlignet de, sammen med bransjesnittet for hver multiplikator som vi skal bruke for å estimere markedsverdien til Orkla ASA. Vi ser at på P/E er Orkla, Mondelez og Nestle relativt lik, mens Procter & Gamble øker snittet med unormalt mye. Verdiene for EV/EBITDA er jevnere mellom selskapene, mens Nestle og Procter & Gamble øker bransjesnittet for P/B en relativt stor grad. Når vi skal estimere markedsverdien til Orkla med disse bransjesnittene må vi ta hensyn til at det kan være spesielle forhold som har løftet snittet mer enn det som er vanlig i bransjen. For å regne ut verdiene bruker vi disse formlene:

Markedsverdi Orkla basert på P/E:

$$\text{Resultat etter skatt per aksje (Orkla)} * \text{Bransjesnittet for P/E}$$

Markedsverdi Orkla basert på EV/EBITDA:

$$\text{Driftsresultat før avskrivninger (Orkla)} * \text{Bransjesnittet for EV/EBITDA}$$

Markedsverdi Orkla basert på P/B:

$$\text{Bokført verdi av egenkapital (Orkla)} * \text{Bransjesnitt for P/B}$$

Da får vi disse estimerte markedsverdiene for Orkla:

Tabell 18: Estimerte markedsverdier komparativ analyse

	Verdi
Markedsverdi Orkla	kr 89 127 356 330,00
Markedsverdi Orkla basert på P/E	kr 139 697 216 880,67
Markedsverdi Orkla basert på EV/EBITDA	kr 113 223 825 000,00
Markedsverdi Orkla basert på P/B	kr 146 177 640 000,00

Markedsverdien til Orkla ved utgangen av 2019 er på 89 127 millioner kroner. Den markedsbaserte verdien til Orkla ASA når vi baserer den på P/E er ganske mye høyere enn den gitte markedsverdien. Dette kan tyde på at estimatet kan være noe usikker, ettersom at det er en såpass stor forskjell mellom de to verdiene. Når vi ser på estimatet basert på EV/EBITDA ser vi en mindre forskjell fra den gitte markedsverdien og estimatet. Dette gjør at dette estimatet kan ansees som et bedre estimat enn verdien basert på P/E. Markedsverdien basert på P/B er den estimatoren som har størst avvik fra den gitte markedsverdien og blir med det den mest usikre estimatoren her.

Ut fra estimatorene vi har funnet kan det se ut som om Orkla ASA har blitt underpriset i 2019 ettersom at Orkla ligger under bransjesnittet for alle de tre estimatorene vi har funnet. Det kan være grunner innad i selskapet som har gjort at de har såpass lave verdier for estimatorene sine. Noen av disse kan være en økt satsing på FoU og andre immatrielle eiendeler (som for eksempel stor grad av Goodwill på grunn av deres sterke merkevare), endringer i skatteraten (P/E og P/B) eller dårligere kvalitet på maskiner og annet utstyr. I tillegg må det nevnes at Procter & Gamble har hatt unormalt høye verdier på estimatorene (spesielt for P/E) som kan ha løftet bransjesnittet unormalt høyt.

5.3 Sensitivitetsanalyse

Vi gjennomfører en sensitivitetsanalyse for å kunne se hvordan markedsverdien og markedsverdien per aksje til Orkla ASA endrer seg i forhold til endringer i avkastningskravet og vekstfaktoren. Vi endrer disse parameterne med små verdier ettersom at Orkla sin markedsverdi endres drastisk med økninger eller reduksjoner i de valgte parameterne. Dette er på grunn av at avkastningskravet og vekstfaktoren er såpass lik hverandre, noe som gjør at terminalverdien kan bli ekstremt høy (som vi ser i tabellen på side (terminalverdi)). Avkastningskravet vårt er relativt lav ettersom at vi fikk en negativ beta i vår fundamentale verdsettelse.

5.3.1 Avkastningskrav (WACC):

Vi har valgt WACC som vårt avkastningskrav på grunn av at denne tar alle de ulike postene for kapital og venter disse proporsjonalt. WACC er satt sammen av markedsverdien av egenkapitalen, markedsverdien av gjelden, avkastningskravet på egenkapital, den gjennomsnittlige gjeldsraten og skatteraten. Vi kommer ikke til å endre på disse parameterne hver for seg, men ser på endringer i selve WACC verdien.

Tabell 19: Sensitivitetsanalyse WACC

WACC	1,99 %	2,09 %	2,19 %	2,29 %	2,39 %	2,49 %
Markedsverdi	kr 137 075,87	kr 118 649,54	kr 104 359,12	kr 92 962,84	kr 83 669,56	kr 75 938,51
Markedsverdi per aksje	kr 136,88	kr 118,48	kr 104,21	kr 92,83	kr 83,55	kr 75,83

Når vi øker WACC med 0,1% får vi en reduksjon i markedsverdien på 11 396,28 millioner kroner og en reduksjon på 11,38 i markedsverdien per aksje. Dette er en endring på -10,92%, noe som er en ganske stor endring. Når vi ser på en reduksjon av WACC på 0,1% får vi en økning i markedsverdien på 14 290,42 millioner kr og en økning i markedsverdien per aksje på 14,47kr. Dette tilsvarer en endring på 13,69% som også er en relativt stor endring i forhold til hvor liten endringen i WACC er. Dette tilsier at markedsverdien til Orkla ASA er veldig sensitiv til endringer i avkastningskravet.

5.3.2 Vekstfaktoren (g):

Vi har brukt vekstfaktoren g i vår fundamentale verdsettelse for å finne terminalverdien til Orkla ASA. Vi valgte vekstfaktoren 1,30% ettersom at dette er inflasjonstallet i Europa. Vi har tidligere i oppgaven sammenlignet Orkla ASA med europeiske og andre globale selskap ettersom at det ikke er noen norske selskap som er lik nok på størrelse og forretningsmodell til å sammenligne. I tillegg driver Orkla med forretninger i hele Europa, så å bruke inflasjonsraten for Europa virket som et rimelig valg. Vi endrer også denne parameteren med en liten verdi siden markedsverdien reagerer kraftig på endringer i både avkastningskrav og vekstfaktor.

Tabell 20: Sensitivitetsanalyse vekstfaktor

Vekstfaktor (g)	1,20 %	1,25 %	1,30 %	1,35 %	1,40 %	1,45 %
Markedsverdi	kr 93 713,91	kr 98 751,11	kr 104 359,12	kr 110 638,09	kr 117 708,20	kr 125 729,66
Markedsverdi per aksje	kr 93,58	kr 98,61	kr 104,21	kr 110,48	kr 117,54	kr 125,55

Vi ser at med en økning av vekstfaktoren på 0,05% vil vi få en økning i markedsverdien på 6 278,97 millioner kr og en økning på 6,27 kr i markedsverdien per aksje. Dette tilsvarer en økning på 6,02% når vekstfaktoren øker med 0,05%. Når vi reduserer vekstfaktoren med samme verdi får vi en reduksjon i markedsverdi 5 608,01 millioner kr og en reduksjon på markedsverdien per aksje på 5,60 kr. Altså vil en reduksjon på 0,05% av vekstfaktoren føre til en endring i markedsverdien på -5,37%. Når vi ser på forholdet mellom endring i markedsverdi og endring i vekstfaktor ser vi at Orkla ASA er ganske sensitiv til endringer i vekstfaktoren ettersom at en såpass liten endring som 0,05% gir relativt store forandringer i deres markedsverdi.

6 Kritikk

6.1 Strategisk analyse:

Det at vi har brukt sekundærdata i denne delen kan sees på som en relativt stor svakhet for validiteten til analysen. Det hadde vært ønskelig å fått hentet inn primærdata direkte fra Orkla for å kunne styrke denne validiteten. Sekundærdataene vi har brukt har derimot kommet rett fra Orkla, via både årsrapporten deres og deres egne nettsider. Dermed kan vi se på disse kildene som meget troverdige kilder, noe som styrker opp troverdigheten til hele analysen. Det må nevnes at Orkla mest sannsynlig har vært subjektive rundt det de har skrevet og dermed ikke gitt ut like troverdig informasjon som man kunne ha ønsket.

Det hadde også vært ønskelig å fått samlet inn helhetlig informasjon om hele konsernet Orkla for å unngå at informasjonen som er samlet inn og brukt i analysen blir basert på subjektive meninger. Det hadde også vært ønskelig å fått samlet inn mer direkte informasjon om selskapets konkurrenter for å få styrket analysen relabilitet.

6.2 Regnskapsanalyse:

I denne delen har vi brukt Orkla ASA sine egne årsrapporter og tall fra proff.no som våre kilder. Disse er sekundærkilder, noe som gjør at man må være litt kritisk til disse tallene. Ettersom at vi ikke har hatt direkte kontakt med Orkla ASA for å kunne få sett deres regnskapstall direkte, kan dette være en grunn til at denne delen av oppgaven ikke har en like sterk validitet som man kanskje hadde ønsket seg, men det må også tas hensyn til at regnskapstallene som Orkla ASA har lagt ut og proff.no har hentet inn er rettslig pålagt. Det vil si at Orkla ASA er lovpålagt å gi ut korrekt informasjon om deres regnskap og det blir gjennomgått av statlige revisorer for å sikre dette. Det gjør at selv om vi har brukt sekundære kilder, kan vi se på disse tallene og vår analyse som en god og valid analyse.

6.3 Fundamental verdsettelse:

Bruken av WACC i den fundamentale verdsettelsen fører med seg noen svakheter. Det forutsettes at parametere som gjennomsnittlig andel av egenkapital og gjeld vil forholde seg likt i de kommende årene, noe som vi ikke kan si med fullstendig sikkerhet at de kommer til å gjøre. Nøyaktigheten til denne verdsettelsen svekkes noe av at vår WACC har blitt avrundet. Når vi har regnet ut skatten har vi brukt den norske skattesatsen på 22%. Dette svekker validiteten ettersom at Orkla har forretninger i flere europeiske land med forskjellige skattepåleggelsler og forskjellige forretningsområder som skattes ulikt. Dersom vi hadde justert skattesatsen til Orkla etter å ha sett på hvordan de ulike virksomheten påvirker deres resultat, hadde dette kunne gitt denne verdsettelsen en bedre validitet.

Vi har heller ikke tatt kontakt med Orkla og forhørt oss om deres fremtidige planer, noe som gjør at våre estimater blir usikre ettersom at vi ikke har full kontroll på hva Orkla planlegger å gjennomføre av for eksempel salg av eierandeler og lignende handlinger. Vi har dermed ikke noe annet enn sekundærkilder å gå ut ifra, noe som fører med seg usikkerhet i validiteten

til våre analyser. Dersom vi hadde fått kontakt med Orkla kunne dette ha hjulpet på våre prognoser, men det må også tas hensyn til at Orkla mest sannsynlig ikke ville gitt ut sensitiv informasjon om deres fremtidige planer.

6.4 Markedsbasert verdsettelse:

Her har vi brukt nøkkeltall som P/E, P/B og EV/EBITDA fra ulike finansielle sider som Yahoo Finance og MarketScreener i stedet for å gå inn og regne ut disse nøkkeltallene med tall hentet fra hvert av de selskapene vi sammenlignet Orkla med sine årsrapporter. Dette svekker validiteten til verdsettelsen noe, ettersom at disse da blir sekundære kilder. Det vi har gjort for å forbedre denne delens validitet er å sammenligne nøkkeltallene mellom hver av disse finansielle sidene for å se om de er like for alle og vi har regnet ut nøkkeltallene for Orkla med bruk av regnskapstallene for så å sammenligne våre nøkkeltall med de som ligger ute på finansielle sider. Vi så at våre nøkkeltall for Orkla og de som er listet opp på de ulike finansielle sidene stemmer veldig godt og at sidene har like tall. Dette styrker verdsettelsens validitet. I tillegg har vi brukt selskaper i Europa og internasjonalt til å sammenligne med Orkla, og ettersom at disse selskapene mest sannsynlig har forskjellige skattepåleggelses og satser. Dette kan gjøre at sammenligningen og utregningen av bransjesnittet kan være unøyaktig, noe som gjør at vi ikke kan si at verdsettelsen har en veldig solid validitet.

7 Konklusjon

Vi skulle i denne oppgaven verdsette Orkla ASA og finne aksjekursen i tidspunktet 31.12.2019. Vi gjorde dette ved å gjennomføre tre større analyser, nemlig regnskapsanalysen, den strategiske analysen og den finansielle analysen.

Vi gjennomførte en intern og en ekstern analyse i vår strategiske analyse. Den interne analysen gjennomførte vi med en SVIMA-analyse, mens i den eksterne analysen brukte vi en PESTEL- analyse og Porters femkraftsmodell. Disse satt vi til slutt sammen i en SWOT-analyse for å konkludere. Orkla sin største styrke er deres portefølje av merkevarer som befolkningen er godt kjent med. En svakhet Orkla har er at sammenhengen mellom Orklas egne merkevarer og de merkevarene de produserer ikke alltid er kjent blant befolkningen som kjøper disse produktene. De største truslene Orkla står ovenfor er volatiliteten i markedet de operer i, inflasjon og dagligvarebutikkers egne merkevarer. Mulighetene Orkla kan ta nytte av er en økt etterspørsel etter bærekraftige produkter som Orkla kan produsere og ny teknologi de kan bruke for å få enda bedre kontroll på hele verdikjeden for sine produkt.

I regnskapsanalysen ser vi at Orkla ASA har hatt god lønnsomhet gjennom perioden, med en markant økning i 2017 etter salget av sine eierandeler i Sapa. Orkla ASA sin finansiering over en 5 års periode har vært meget god. Finansieringsgraden har vært under 1 gjennom hele perioden 2015-2019, noe som tyder på at de har hatt en økt grad av langsiktige lån for å finansiere anleggsmidler. Dette er en optimal finansieringsstruktur. Orkla har også hatt sterk likviditet i denne perioden, med en likviditetsgrad som ligger over 1, noe som styrker betryggheten de kan gi til sine kreditorer. Deres soliditet er meget god, noe som egenkapitalandelen og gjeldsgraden reflekterer. Dette gjør at de er godt rustet for å tåle større tap i fremtiden.

I den finansielle analysen har vi brukt diskontert kontantstrømmetode for å verdsette Orkla ASA. Vi gjorde dette ved å finne et avkastningskrav (WACC), en vekstfaktor (g), for så å lage en prognose for fremtidige kontantstrømmer. Etter å ha gjennomført dette har vi funnet en estimert aksjekurs som svarer på oppgavens problemstilling. Prisen for en aksje i Orkla ASA den 31.12.2019 er 104,21. Verdien til en aksje i Orkla ASA på børsen den 31.12.2019 var på 88,96 kr. Altså er vår estimerte pris høyere enn den faktiske markedsverdien. Dette tyder på en underprising av Orkla ASA, noe den markedsbaserte verdsettelsen støtter. Orkla ASA sin estimerte verdi blir da på 104 357 millioner kr.

8 Litteraturliste:

Asen, Elke (2020) Corporate Tax Rates around the world. Hentet fra:

<https://files.taxfoundation.org/20201208152358/2020-Corporate-Tax-Rates-around-the-World.pdf> (sett 20.04.2021)

Benninga, Simon. (2014). *Financial Modeling.*, Fourth Edition. The MIT Press.

Berk, J. DeMarzo, P. Harford, J. (2012) *Fundamentals of Corporate Finance.*, Second edition. Pearson Education Limited.

Boye, K. Koekebakker, S. Krakstad, S. Oust, A. (2018) *Finansielle emner.*, 15. utgave. Cappelen Damm Akademisk.

Brealey, R. Myers, S. Allen, F. (2020) *Principles of Corporate Finance.*, Thirteenth edition. McGraw Hill Education.

Bryhn, Rolf; Gram, Trond (2019): Orkla ASA. Hentet fra: fra https://snl.no/Orkla_ASA (sett 29.01.2021)

Christensen, Jonas. (2021). *Softbank går inn med en milliard i Oda, tidligere Kolonial.no.*

Hentet fra: <https://www.dn.no/marked/kolonialno/oda/softbank/softbank-gar-inn-med-en-milliard-i-oda-tidligere-kolonialno/2-1-992488> (sett 06.02.2021)

Civita (2016) Utdanning og sosial mobilitet Hentet fra:

https://www.civita.no/assets/2016/12/Civita-notat_27_2016.pdf (sett 25.04.2021)

Euroland (2021), Beta. Hentet fra:

<http://www.euroland.com/SiteFiles/start/overview.asp?GUID=F6A0DFA93E07DE44B06A9B32AA8586D6&Red=1251#1251> (sett 03.03.2021)

European Central Bank (2021), HICP Inflation forecasts. Hentet fra:

https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/table_hist_hicp.en.html (sett 14.04.2021)

Fernando, Jason. (2021): *Price-to-Earnings Ratio – P/E Ratio.* Hentet fra:

<https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp> (sett 09.04.2021)

Fernando, Jason. (2021): *Price-To-Book (P/B Ratio).* Hentet fra:

<https://www.investopedia.com/terms/p/price-to-bookratio.asp> (sett 09.04.2021)

Pettersen, Arve; Framnes, Runar; Thjømøe, Hans Mathias: Markedsføringsledelse, 9. utgave.

Hargrave, Marshall. Reviewed by: Kindness, David. *Weighted Average Cost of Capital – WACC*. Hentet fra: <https://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp> (sett 19.02.2021)

Hayes, Adam. (2021): *Enterprise Multiple*. Hentet fra: <https://www.investopedia.com/terms/e/ev-ebitda.asp> (sett 09.04.2021)

Høgseth, Martin Hagh; Haugen Andre; Hopland, Sindre. (2019). *Razzia hos Orkla og Norgesgruppen*. Hentet fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/Xg37Ax/razzia-hos-orkla-og-norgesgruppen> (sett 04.02.2021)

IBM. IBM Blockchain Transparent Supply: Supply chain transparency solution <https://www.ibm.com/blockchain/solutions/transparent-supply> (sett 12.04.21)

Kenton, Will. Reviewed by: Mansa, Julius. *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Hentet fra: <https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp> (sett 19.02.2021)

Kritikos, Mihalis. *What if blockchain offered a way to reconcile privacy with transparency?* [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/ATAG/2018/624254/EPRS_ATA\(2018\)624254_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/ATAG/2018/624254/EPRS_ATA(2018)624254_EN.pdf) (sett 12.04.21)

Kristoffersen, T. (2016) *Årsregnskapet – en grunnleggende innføring.*, 5. utgave. Fagbokforlaget.

Lien, L.B.; Jakobsen E.W. (2015) *Ekspansjon og konsernstrategi* 2. utgave. Gyldendahl Norsk Forlag

Mageli, Håkon (2018) *Champions League i norsk dagligvare*. Hentet fra: <https://www.orkla.no/news/champions-league-norsk-dagligvare/> (sett 08.02.2021)

MarketScreener.com (2019): *Mondelez International, Inc. (MDLZ) Financials 2019*. Hentet fra: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/MONDELEZ-INTERNATIONAL-I-11499018/financials/> (sett 09.04.2021)

MarketScreener.com (2019): *Procter & Gamble Company (PG) Financials 2019*. Hentet fra: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/MONDELEZ-INTERNATIONAL-I-11499018/financials/> (sett 09.04.2021)

MarketScreener.com (2019): *Nestle S.A (NESN) Financials 2019*. Hentet fra: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/NESTLE-S-A-9365334/financials/> (sett 09.04.2021)

Mondelez Int. Inc. (2020): *Mondelez International Inc. annual report 2019*. Hentet fra: https://www.mondelezinternational.com/-/media/Mondelez/PDFs/MPDF/MDLZ_2019_Form_10K_-_Final.pdf

Newth, Magnus. (2021) *Eksplisiv vekst for restaurant-budene under pandemien- nå begynner kampen om å levere "alt"* Hentet fra: <https://www.dn.no/teknologi/eksplisiv-vekst-for-restaurant-budene-under-pandemien-na-begynner-kampen-om-a-levere-alt/2-1-971523> (sett 20.03.21)

Nilsen, Aga Asgeir (2019) Dyr dollar og euro rammer handelsbransjen. Hentet fra: <https://e24.no/norsk-oekonomi/i/Adq1gM/dyr-dollar-og-euro-rammer-handelsbransjen-lenge-siden-det-har-vaert-saa-utfordrende> (sett 20.04.2021)

NielsenIQ (2021), Dagligvarerapporten 2021. Hentet fra: <https://www.dlf.no/wp-content/uploads/2021/02/NielsenIQ-pressemelding-Dagligvarerapporten-2021.pdf> (sett 04.03.2021)

Norges Bank. Inflasjon. Hentet fra: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Inflasjon> (sett 17.02.2021)

Norges Bank. *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. Hentet fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> (sett: 17.02.2021)

Norges Bank. *Styringsrenten*
<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/> (sett 10.04.21)

Orkla ASA (2019). Lilleborg AS gjenstand for undersøkelser fra Konkurransetilsynet. Hentet fra: <https://www.orkla.no/downloads/orkla-asa-lilleborg-as-gjenstand-for-undersokelser-fra-konkurransetilsynet/> (sett 04.02.2021)

Orkla (2020) Orkla årsrapport 2019. Hentet fra: https://aarsrapport2019.orkla.no/assets/orkla/pdfs/2019/no/Orkla-Annual-Report-2019-NO_WEB.pdf (sett 29.01.2021)

Orkla (2021) Orkla årsrapport 2020, Hentet fra:
https://aarsrapport2020.orkla.no/assets/orkla/pdfs/2020/no/Orkla_Aarsrapport_2020_NO.pdf
(sett 07.04.2021)

Orkla Industrimuseum, I bergmannens kulturlandskap, Hentet fra: <https://oi.no/historie/> (sett 31.01.2021)

Orkla, Viktige hendelser. Hentet fra: <https://www.orkla.no/om-oss/historie/viktige-hendelser/>
(sett 31.01.2021)

Orkla. *Oppfølging av Orklas leverandører*
Hentet fra: <https://www.orkla.no/baerekraft/mattrygghet-og-produksikkerhet/oppfolging-av-orklas-leverandorer/> (sett 23.03.21)

PricewaterhouseCooper. *Risikopremien i det norske markedet 2020*. Hentet fra:
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html> (sett 17.02.2021)

Proff.no. *Konserregnskap – Orkla ASA*. Hentet fra: <https://www.proff.no/regnskap/orkla-asa/oslo/hovedkontortjenester/IG3C3MV10NZ/> (sett: 02.02.2021)

Regjeringen. *Skattesatser 2020*. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2020/id2671009/> (sett. 17.02.2021)

Regjeringen (2021). *Skattesatser 2021*. Hentet fra:
<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2021/id2767458/?fbclid=IwAR0-i3I9pIDeRSGdvF7bkcQ7suM5Jr8Q5eXSKsw6CQjGKzbRiGkC9S1v32o> (sett 23.02.2021)

Rodahl, Tove. (2019) *Matsvindel*. Hentet fra: <https://www.tekna.no/fag-og-nettverk/miljo-og-biovitenskap/bio-og-klimabloggen/matsvindel/> (sett 12.04.21)

Roos, Göran; von Krogh, Georg; Roos, Johan; Boldt-Christmas Lisa (2014) *Strategi – en innføring*. 6. utgave. Fagbokforlaget

Selvik, Lars (2017). *Orkla selger eierandelen i Sapa til Hydro*. Hentet fra:
<https://e24.no/naeringsliv/i/rLaJ83/orkla-selger-eierandelen-i-sapa-til-hydro> (sett 20.02.2021)

S&P Global Ratings (2021), *EU Could Meet 70% Vaccination Target By Late July If Production Steps Up*. Hentet fra:
<https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/210211-eu-could-meet-70-vaccination-target-by-late-july-if-production-steps-up-11823334>

Statistisk sentralbyrå (2019). *Bruttonasjonalprodukt(BNP). Årlig volumendring. 2002-2020*. Hentet fra: <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/faktaside/norsk-okonomi> (sett 04.02.2021)

Statistisk sentralbyrå (2020) *Norges BNP per innbygger på 4. Plass i Europa*. Hentet fra: <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/artikler-og-publikasjoner/norges-bnp-per-innbygger-pa-4.plass-i-europa> (sett 04.02.2021)

Storeide, Anette Homlong: *Oslo-konsortiet i Store norske leksikon på snl.no*. Hentet fra: <https://snl.no/Oslo-konsortiet> (sett 31.01.2021)

Strand, Stian. (2019). *Hva er ESG og hvordan kan du tjene penger med god samvittighet?* Hentet fra: <https://blogg.odinfond.no/hva-er-esg-og-hvordan-tjene-penger-pa-det> (sett 10.02.2021)

Toll.no (2019, 31. desember): *Historiske omregningskurser – valutakode USD*. Hentet fra: <https://www.toll.no/no/verktoy/valutakurser/History?SelectedExchangeRate=USD> (sett 09.04.2021)

Valuta-kurser.no (2019, 31. desember): *Exchange rate for 31 December 2019 – past NB exchange rates*. Hentet fra: <https://www.valuta-kurser.no/en/exchange-rate-31-december-2019> (sett 12.04.2021)

Yahoo Finance. *DAX Performance Index Historical Data*. Hentet fra: <https://finance.yahoo.com/quote/%5EGDAXI/history?period1=1456790400&period2=1612137600&interval=1mo&filter=history&frequency=1mo&includeAdjustedClose=true> (sett 14.04.2021)

Yahoo Finance. *Orkla ASA (ORK.OL) Historical Data*, Hentet fra: <https://finance.yahoo.com/quote/ORK.OL/history?p=ORK.OL> (sett 23.02.21)

