Semesteroppgave

NTNU
Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen

Jonas Melby Bråten
Maren Storsveen
Stian Juberg Varan

Verdsettelse av NorgesGruppen ASA

Semesteroppgave i økonomi og administrasjon
Veileder: Hans Marius Eikseth
April 2021

NTNU
Kunnskap for en bedre verden

Jonas Melby Bråten
Maren Storsveen
Stian Juberg Varan

Verdsettelse av NorgesGruppen ASA

Semesteroppgave i økonomi og administrasjon
Veileder: Hans Marius Eikseth
April 2021

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen

NTNU
Kunnskap for en bedre verden

Forord

Denne oppgaven er skrevet av Jonas Melby Bråten, Maren Storsveen og Stian Juberg Varan. Oppgaven er en del av en bachelorgrad i økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen i Trondheim, med finansiell styring som spesialisering. Som problemstilling har vi valgt verdsettelse av dagligvarekonsernet NorgesGruppen ASA.

Gjennom arbeidet med oppgaven har vi tillært oss ny og spennende kunnskap innenfor den norske dagligvarebransjen. Vi har videre benyttet oss av kunnskap som vi har opparbeidet oss gjennom tre år på studiet for å kunne verdsette NorgesGruppen ASA. Vi er alle enige om at arbeidet med denne semesteroppgaven har vært en lærerik og nyttig opplevelse.

Vi vil gjerne takke vår veileder, Hans Marius Eikseth, for god hjelp underveis i skrivingen.

Trondheim, april 2021

Sammendrag

Formålet med oppgaven er å komme frem til en verdi av NorgesGruppens aksjer. NorgesGruppen trer frem som en betydelig aktør i det norske dagligvaremarkedet, med en markedsandel på 43,70 prosent i 2019. Selskapet har som strategi å levere varene folk etterspør effektivt til alle deler av landet, til butikker for alle, der folk bor. Bærekraft har stått sentralt i selskapets satsing de siste årene.

Det norske dagligvaremarkedet er preget av hyppige priskriger og hard konkurranse. De tre paraplyaktørene NorgesGruppen, Coop og Rema 1000 er dominerende i bransjen, samtidig som vi har sett at nyetableringer er utfordrende.

For å oppnå en så presis aksjeverdi som mulig er det benyttet ulike analyseverktøy. I den strategiske analysen blir det gjennomført en PESTEL-analyse, en analyse av Porters fem konkurransekrefter, SVIMA-analyse, samt en oppsummerende SWOT-analyse. Som hovedpunkter kan det nevnes at NorgesGruppens størrelse gir markedsmakt og stordriftsfordeler. Selskapet har en godt utarbeidet verdikjede gjennom mange år i bransjen. Satsingen på bærekraft kan i tillegg bidra til å styrke NorgesGruppens omdømme. Det er likevel viktig å være oppmerksom på konkurransen fra grensehandel, netthandel og andre konkurrenter. NorgesGruppen har vært lenge i bransjen, og vi mener derfor det er fornuftig å anta at selskapet vil håndtere slike trusler fremover.

I regnskapsanalysen blir det sett nærmere på NorgesGruppens lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet. Analysen avdekker at selskapet står solid finansielt sett, med en stabil økonomi. Avslutningsvis argumenteres det for et lavere avkastningskrav, samt stabile og solide kontantstrømmer i årene fremover.

Under verdsettelsen er det benyttet to metoder: Diskonterte kontantstrømmer som en del av den fundamentale verdsettelsen og verdsettelse ved hjelp av multipler som en del av den markedsbaserte verdsettelsen. Aksjeverdien blir beregnet til kr 1 436,80 under den fundamentale verdsettelsen, mens verdien under den markedsbaserte verdsettelsen blir satt til

kr 1 060,58. Den markedsbaserte verdsettelsen baserer seg på tall fra dagligvareselskaper utenfor landets grenser og vektingen av de to aksjeverdiene ble derfor satt til henholdsvis 2/3 og 1/3. Med utgangspunkt i denne vektingen ble den endelige aksjekursen beregnet til kr 1 311,40.

Abstract

The goal of this paper is to calculate the share value of NorgesGruppen. NorgesGruppen is a significant corporation in the Norwegian grocery industry with a market share of 43,70 percent in 2019. The strategy of the company is to deliver the products that the public demand to every part of the country. In addition, NorgesGruppen focuses on sustainability.

The Norwegian grocery industry is characterized by intense competition. NorgesGruppen, Coop and Rema 1000 are the three main competitors in the industry. At the same time, we have seen that it is hard for new companies to establish within the Norwegian grocery industry.

To measure a precise share value, different analysis tools have been applied. In the strategical analysis, the following tools have been used: PESTEL, Porters Five Forces, SVIMA and a summarizing SWOT-analysis. The company size of NorgesGruppen entails market power, as well as economies of scale. Through several years in the industry, NorgesGruppen has managed a solid value chain. The focus on sustainability can contribute to an enhanced reputation. Nevertheless, it is important to be aware of the competition from border trade, internet shopping and other competitors. The authors of this paper firmly believe that NorgesGruppen is able to deal with these threats, because of the expertise they have built up over a long period of time.

The accounting analysis takes a closer look at the profitability, financing, solvency and liquidity of NorgesGruppen. As a conclusion, it can be argued that the company is characterized by having a solid economy. In addition, the belief is that a decreased required rate of return is appropriate, as well as stable cash flows in the future.

Two valuation methods have been applied when calculating the value of NorgesGruppen. First, the discounted cash flow model. By using the model, the share value was set to 1 436,80 NOK. Second, we chose to apply valuation using multiples. In this part, the value was calculated to 1 060,58 NOK. Because the companies in the comparison are homebound

outside of Norway, it is considered reasonable to weight the value calculated by the DCF model by 2/3, and the value calculated by multiples by 1/3. As a result, the final share value was calculated to 1 311,40 NOK.

Innholdsfortegnelse

Figurer 8
Tabeller 8
01 Innledning 10
02 Selskaps- og bransjebeskrivelse 12
2.1 Om Norgesgruppen ASA 12
2.2 Strategi og mål 13
2.3 Konkurrenter og konkurransesituasjon 14
03 Metode 17
04 Strategisk analyse 19
4.1 Ekstern analyse: PESTEL 19
4.2 Ekstern analyse: Porters fem konkurransekrefter 26
4.3 Intern analyse: SVIMA 30
4.4 En oppsummering: SWOT 33
05 Regnskapsanalyse 34
5.1 Lønnsomhet 34
5.2 Finansiering 39
5.3 Soliditet 40
5.4 Likviditet 43
5.5 Oppsummering regnskapsanalyse 46
06 Prognose av fremtidige kontantstrømmer 47
6.1 Driftsinntekter 48
6.2 Driftskostnader 51
6.3 Skatt 55
6.4 Arbeidskapital 56
6.5 Investeringer 62
6.6 Frie kontantstrømmer 63
07 Avkastningskrav 64
7.1 Kapitalverdimodellen 64
7.2 Weighted Average Cost of Capital 69
08 Fundamental verdsettelse 72
8.1 Terminalleddet og nåverdier 72
8.2 Verdsettelse 73
09 Markedsbasert verdsettelse 74

9.1 Sammenlignbare selskaper 74
9.2 P/E 75
9.3 EV/EBITDA 76
9.4 EV/EBIT 77
9.5 Oppsummering 78
10 Sensitivitetsanalyse og diskusjon 80
10.1 Sensitivitetsanalyse 80
10.2 Diskusjon 82
11 Konklusjon 85
Litteraturliste 86

Figurer

Figur 1 Aktører i det norske dagligvaremarkedet (2019) ... 14
Figur 2 HHI for Danmark, Norge, Finland og Sverige for 2016 ... 15
Figur 3 Totalkapitalrentabilitet ... 35
Figur 4 Egenkapitalrentabilitet ... 36
Figur 5 Driftsmargin ... 38
Figur 6 Finansieringsgrad 1 ... 40
Figur 7 Egenkapitalandel ... 41
Figur 8 Gjeldsgrad ... 42
Figur 9 Likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 ... 44
Figur 10 Likviditetsgrad 1 ... 45

Tabeller

Tabell 1 SWOT ... 33
Tabell 2 Totalkapitalrentabilitet ... 35
Tabell 3 Egenkapitalrentabilitet ... 36
Tabell 4 Driftsmargin ... 37
Tabell 5 Finansieringsgrad 1 ... 39
Tabell 6 Egenkapitalandel ... 41
Tabell 7 Gjeldsgrad ... 42
Tabell 8 Likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 ... 43
Tabell 9 Utvikling av salgsinntekter ... 49
Tabell 10 Estimat av salgsinntekter ... 49
Tabell 11 Utvikling av andre driftsinntekter ... 50
Tabell 12 Utvikling av andre driftsinntekter (oppdelt) ... 50
Tabell 13 Estimat av andre driftsinntekter ... 51
Tabell 14 Utvikling av varekostnader ... 51
Tabell 15 Estimat av varekostnader ... 51
Tabell 16 Utvikling av lønnskostnader ... 52
Tabell 17 Estimat av lønnskostnader ... 52
Tabell 18 Utvikling av andre driftskostnader ... 53
Tabell 19 Estimat av andre driftskostnader ... 53
Tabell 20 Utvikling av av- og nedskrivninger ... 54
Tabell 21 Estimat av av- og nedskrivninger ... 54
Tabell 22 Utvikling av inntekt på investeringer i tilknyttede selskaper ... 55
Tabell 23 Estimat av inntekt på investering i tilknyttede selskaper ... 55
Tabell 24 Utvikling av varebeholdning ... 56
Tabell 25 Estimat av varebeholdning ... 56
Tabell 26 Utvikling av kundefordringer ... 57
Tabell 27 Estimat av kundefordringer ... 57
Tabell 28 Utvikling av bankinnskudd og kontanter ... 58
Tabell 29 Estimat av bankinnskudd og kontanter ... 58
Tabell 30 Utvikling av leverandørgjeld ... 59

Tabell 31 Estimat av leverandørgjeld 59
Tabell 32 Utvikling av annen kortsiktig gjeld 60
Tabell 33 Estimat annen kortsiktig gjeld 60
Tabell 34 Endring arbeidskapital 61
Tabell 35 Utvikling av investeringer 62
Tabell 36 Estimat av investeringer 62
Tabell 37 Endelig kontantstrøm 63
Tabell 38 Gjennomsnittlig gjeldsgrad 66
Tabell 39 Gjennomsnittlig skattesats 67
Tabell 40 Diverse nøkkeltall 70
Tabell 41 Nåverdi av estimerte kontantstrømmer 73
Tabell 42 Verdi per aksje (fundamental verdsettelse) 73
Tabell 43 Sammenligning av selskaper 75
Tabell 44 P/E 75
Tabell 45 P/E verdi per aksje 76
Tabell 46 EV/EBITDA 76
Tabell 47 EV/EBITDA verdi per aksje 77
Tabell 48 EV/EBIT 77
Tabell 49 EV/EBIT verdi per aksje 78
Tabell 50 gjennomsnitt pris per aksje 78
Tabell 51 Sensitivitetsmatrise 80
Tabell 52 Alternative nåverdier 81
Tabell 53 Alternative aksjeverdier 81

01 Innledning

Kjøp av dagligvarer er noe de aller fleste har et forhold til. Dagligvarebransjen utfyller med andre ord en viktig samfunnsmessig funksjon. NorgesGruppen er én av tre store paraplyaktører innenfor dagligvarebransjen i Norge med en omsetning på 84,5 milliarder norske kroner i 2020. I samme bransje finner vi også Coop og Rema 1000, med markedsandeler på henholdsvis 29,5 prosent og 23,2 prosent (Nielsen, 2020). Media hevder ofte at konkurransen i bransjen er svak grunnet få aktører i markedet. Til tross for dette er flere forskere uenige (Wifstad *et al.*, 2018).

Utslipp av klimagasser er i dag et mye diskutert problem, og Norge har gjennom Parisavtalen forpliktet seg til å redusere landets utslipp med femti prosent sammenlignet med 1990-nivået (Regjeringen, 2020a). NorgesGruppen har den siste tiden prøvd å skille seg fra sine konkurrenter ved å satse på en grønn profil. Dette innebærer blant annet å satse på fornybar energi i egen drift (Norgesgruppen, u.å. c). Gjennom en slik målsetning bidrar NorgesGruppen til å innfri avtalen om reduserte utslipp, noe som kan påvirke selskapets omdømme i positiv retning. Vi har valgt å skrive om NorgesGruppen fordi selskapet er dominerende i sin bransje, bransjen utfyller en viktig samfunnsmessig funksjon og fordi vi mener det er interessant å finne ut av hvordan den grønne strategien fungerer i praksis.

På bakgrunn av denne informasjonen er det interessant å spørre seg hva NorgesGruppen er verdt. Vår problemstilling er dermed følgende: Hva er NorgesGruppen ASA verdt? NorgesGruppen driver virksomhet innenfor dagligvarebransjen, service og storhusholdning. I denne oppgaven har vi valgt å fokusere på dagligvarebransjen, da denne delen av virksomheten utgjør selskapets kjernevirksomhet (NorgesGruppen, u.å. a).

I den første delen av oppgaven vil vi gi en kort beskrivelse av NorgesGruppens virksomhet, selskapets historie, samt deres visjoner og mål. Deretter går vi gjennom dagens konkurransesituasjon i dagligvaremarkedet.

For å få et best mulig grunnlag for kontantstrømprognosen gjennomføres det i neste del av oppgaven en strategisk analyse. I denne delen av oppgaven kartlegges eksterne og interne forhold for NorgesGruppen. For å kartlegge de eksterne forholdene benyttes PESTEL-analyse og Porters femfaktormodell. SVIMA-modellen blir videre brukt for å få en oversikt over selskapets interne forhold. Analysen oppsummeres ved hjelp av SWOT.

I neste del av oppgaven presenteres en regnskapsanalyse. I denne delen vurderes NorgesGruppens lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet for de siste fem årene.

Den siste delen av oppgaven består av selve verdsettelsen. Først presenteres en prognose av fremtidige kontantstrømmer og en vurdering av avkastningskravet. På bakgrunn av dette utføres en fundamental verdsettelse. Videre utføres en markedsbasert verdsettelse, der vi sammenligner NorgesGruppen med lignende selskaper. Deretter blir det utført en sensitivitetsanalyse og resultatene av denne blir diskutert. Basert på dette presenteres til slutt vår konklusjon, nemlig hva NorgesGruppen ASA er verdt.

02 Selskaps- og bransjebeskrivelse

2.1 Om Norgesgruppen ASA

NorgesGruppen er med en markedsandel på 43,70 prosent (2019) Norges største dagligvarekonsern (Falck, 2020). Selskapet opererer primært i Norge, men er også deleier i Spar og Meny-butikkene i Danmark, gjennom eierskapet i danske Dagrofa. NorgesGruppen ble etablert i år 2000 etter en sammenslåing av grossistselskapet Joh. Johannson og NorgesGruppen AS og har i dag hovedkontor i Oslo. Styreleder er Knut Hartvig Johannson og Runar Hollevik er konsernsjef. Med over 70 prosent av aksjene er Johannson-familien den desidert største eieren av NorgesGruppen (Ekberg, 2021). Norgesgruppen kan i dag skryte av en lang erfaring gjennom over 150 år i bransjen (NorgesGruppen, u.å. a).

Norgesgruppen eier de kjente dagligvarekjedene KIWI, MENY, SPAR og Joker som er å finne i 88 prosent av landets kommuner (NorgesGruppen, u.å. a). Kjedene innehar ulike profiler i markedet og skal sammen dekke de mange behovene i dagligvaremarkedet. I tillegg til dagligvarekjedene driver NorgesGruppen også servicehandelskjedene Deli de Luca, MIX og Jafs (Ekberg, 2021).

I tillegg til å eie og å drive dagligvarekjeder og servicehandelskjeder har NorgesGruppen også egen engrosvirksomhet gjennom grossisten ASKO (Norgesgruppen, u.å. a). ASKO leverer matvarer til NorgesGruppens dagligvarebutikker, frittstående enkeltbutikker og regionale kjeder, i tillegg til service og storhusholdningskunder. Likevel består NorgesGruppens kjernevirksomhet av engrosvirksomhet og detaljistvirksomhet til dagligvaremarkedet. Norgesgruppen har i dag over 27 000 ansatte gjennom deres virksomhet. Dersom man også regner med kjøpmannseide butikker øker tallet til over 40 000 (Norgesgruppen, u.å. a).

Norgesgruppen driver også egen produksjonsvirksomhet der det produseres egne merkevarer, blant annet First Price, Evergood, Eldorado og Ali Kaffe. Produksjonen foregår gjennom NorgesGruppens egne selskaper UNIL, Bakehuset, Joh. Kaffe og Matbørsen (Ekberg, 2021).

2.2 Strategi og mål

NorgesGruppens strategi går ut på å levere varene folk etterspør effektivt til alle deler av landet, til butikker for alle, der folk bor. Bærekraft og klimanøytral drift er viktige fokusområder for NorgesGruppen. Selskapet deler bærekraft inn i tre hovedkategorier: Miljø og klima, sunnhet og folkehelse, samt mennesker og mangfold (Norgesgruppen, u.å. b).

I forbindelse med miljø- og klimamålene har Norgesgruppen stiftet et nytt selskap, nemlig ASKO Fornybar. ASKO Fornybar har som mål å bli klimanøytral i egen drift innen 2025, det vil si at 100 prosent av energien som brukes skal være fornybar. I tillegg har ASKO Fornybar som mål å redusere energiforbruket med 20 prosent innen 2025. ASKO Fornybar jobber med flere former for fornybar energi, deriblant havvind, solkraft og landbasert vindkraft. Selskapet har i dag flere prosjekter på gang, blant annet er det planlagt tre vindturbiner på Nordbø i Lillesand. Disse tre vindturbinene skal ifølge ASKO Fornybar produsere nok energi til å dekke hele energibehovet til transport for ASKO (ASKO Fornybar, u.å.).

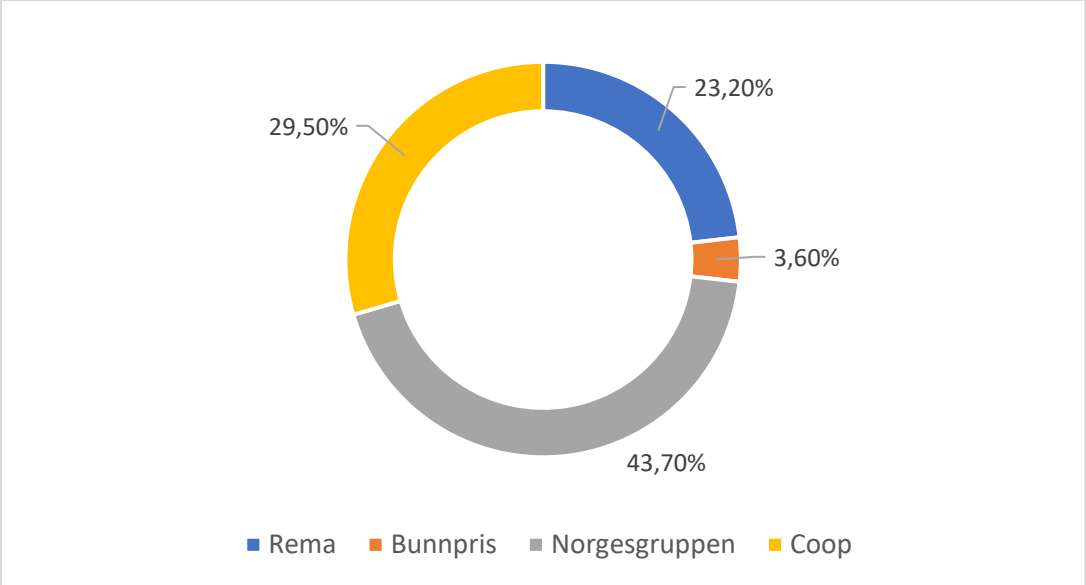
NorgesGruppen har også som mål å levere sunne og bærekraftige matvarer i butikkene. Dette målet innebærer blant annet å redusere sukkermengden i matvarer, øke salget av frukt og grønt, redusere saltinnhold, samt å tilby grovere kornprodukter. Tiltakene skal sammen bidra til å styrke folkehelsen (NorgesGruppen, u.å. c).

Den siste kategorien innenfor bærekraft er mennesker og mangfold. Her jobbes det med å oppnå full likestilling for alle ansatte, tilby lærlingplasser og arbeidstreningsplasser, samt å satse på lokalmat og norske landbruksvarer. NorgesGruppen ønsker også å tilby arbeidsplasser for dem som av ulike grunner står utenfor arbeidslivet. Innsatsen rettes blant annet mot å bidra til integrering og språkopplæring (NorgesGruppen, u.å. c).

2.3 Konkurrenter og konkurransesituasjon

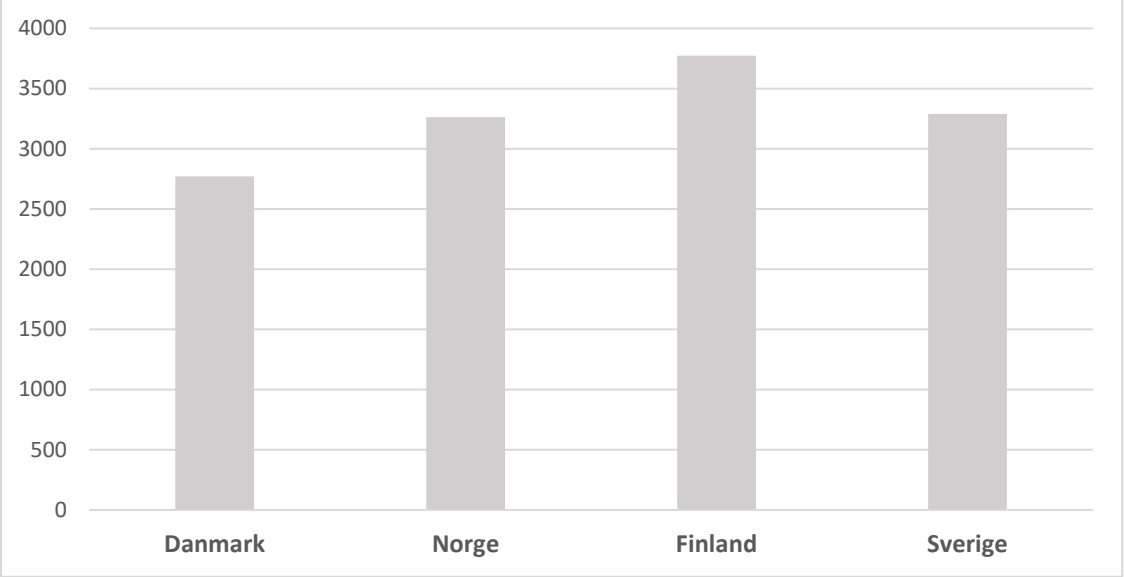
I denne delen presenteres NorgesGruppens største konkurrenter og konkurransesituasjonen i dag. Det er her valgt å fokusere på dagligvarebransjen, da dette er selskapets kjernevirksomhet (NorgesGruppen, u.å. a).

De tre aktørene NorgesGruppen, Rema 1000 og Coop dominerer det norske dagligvaremarkedet. I tillegg finner man Bunnpris, som i dag får varene sine levert fra ASKO, NorgesGruppens eget grossistledd (Wifstad *et al.*, 2018). Figur 1 viser markedsandelene til de største aktørene i dagligvarebransjen og er basert på dagligvarerapporten 2020 (Nielsen, 2020). Mange mener konkurransen i dagligvaremarkedet i Norge er svak og begrunner dette med antallet aktører i bransjen, høye priser og dårlig vareutvalg (Wifstad *et al.*, 2018). Teksten videre vil basere seg på rapporten «Konkurranse i dagligvaremarkedet» av Menon Economics fra 2018. Rapporten ble utarbeidet på oppdrag fra Virke Dagligvarehandel og kan finnes på regjeringens egen nettside, regjeringen.no. Hensikten med rapporten er å bidra til en mer opplyst debatt om konkurranseforholdene i dagligvaremarkedet (Wifstad *et al.*, 2018).



Figur 1 Aktører i det norske dagligvaremarkedet (2019)

Det er en vanlig oppfatning at konkurransen innenfor dagligvaresektoren i Norge er svak (Wifstad *et al.*, 2018). Dersom man sammenligner bransjen med våre naboland vil man derimot se at Norge ikke skiller seg ut med tanke på markedsandeler blant de største kjedene. Herfindahl-Hirschman-indeksen (HHI) er et vanlig mål på grad av konsentrasjonen i et marked (Hayes, 2020). Dersom man sammenligner HHI-verdiene mellom Norge, Finland og Sverige oppdager man at både Finland og Sverige havner høyere opp på skalaen enn Norge, slik det er vist i figur 2. Norge skiller seg likevel fra våre naboland ved at små internasjonale aktører ikke har klart å etablere seg i landet. Eksempelvis trakk den tyske kjeden Lidl seg ut av Norge i 2008, og svenske ICA seks år senere. Denne trenden skyldes blant annet norsk bosetningsmønster, samt en tøff konkurransesituasjon.



Figur 2 HHI for Danmark, Norge, Finland og Sverige for 2016

De fire norske paraplyaktørene har også konkurranse med andre bransjer. Kiosker, bensinstasjoner, grensehandel, spesialforretninger, samt bredsortimentbutikker som Europris konkurrerer også om å selge dagligvarer. I tillegg er netthandel en økende trussel for dagligvarebransjen. Rapporten fra Menon Economics argumenterer for at en slik bransjeglidning fører til skjerpet konkurranse i det norske dagligvaremarkedet.

Rapporten fra Menon Economics skiller mellom den nasjonale og den lokale dimensjonen av konkurranse. Det nasjonale nivået av konkurransen innebærer blant annet innkjøpssamarbeid, felles grunnsortiment og nasjonale kampanjepriser. Videre argumenteres det for at konkurranse mellom dagligvarebutikker i Norge i stor grad er lokal. Denne påstanden begrunnes med viktigheten av nærhet til butikkene. På denne måten vil butikker innenfor samme paraplyaktør også konkurrere.

Media begrunner ofte påstanden om svak konkurranse med dårlig vareutvalg og høye priser (Wifstad *et al.*, 2018). Rapporten av Menon Economics viser derimot at verken vareutvalget eller prisene er vesentlig dårligere enn våre naboland. Rapporten finner altså ikke støtte for svak konkurranse i dagligvaremarkedet. Stordriftsfordeler er en viktig driver for konkurranse i det norske dagligvaremarkedet. Det argumenteres videre for at stilltiende samarbeid ikke finner sted. Denne påstanden begrunnes med hyppige priskriger, endrede markedsandeler over tid, lave driftsmarginer og ulik lønnsomhet.

03 Metode

Metodene som er benyttet i denne oppgaven er valgt med hensyn på tid og informasjon tilgjengelig. Regnskapstall fra årsrapporter og andre nyttige dokumenter for 2020 var ikke tilgjengelig før et stykke inn i oppgaveskrivingen, og det er derfor hovedsakelig regnskapsdata fra før denne perioden som vil bli benyttet. Videre er det verdt å nevne at selskapet som skal verdsettes ikke er børsnotert og det derfor ikke har vært tilgang til alle data under arbeidet med oppgaven. Det er likevel tilstrekkelig informasjon tilgjengelig til å kunne gjennomføre valgte metoder. Ved løsning av oppgaven er det ikke innhentet primærdata, det er kun benyttet sekundærdata.

Verdsettelse av et selskap kan gjøres ved hjelp av flere ulike metoder. Det skilles i hovedsak mellom balansebaserte- og inntjeningsbaserte metoder. De balansebaserte metodene baserer seg på verdiene selskapet har bokført i balansen, altså hva selskapet allerede har prestert. Inntjeningsbaserte metoder baserer seg på hva selskapet klarer å produsere av inntjening fremover (Lederkilden, 2021). Ved valg av hvilke metoder man bør benytte er det viktig å veie fordeler og ulemper mot hverandre.

Balansebaserte metoder	**Inntjeningsbaserte metoder**
Bokført egenkapital	Diskonterte kontantstrømmer (DCF)
Substansverdi	Dividendemodeller
Multippel-analyse (balansebaserte)	Multippel-analyse (inntjeningsbaserte)
Likvidasjonsverdi	EVA (superprofitt)

Oppgaven blir løst ved å benytte to inntjeningsbaserte metoder: Diskonterte kontantstrømmer (DCF) og multippelanalyse. Disse metodene kan skilles ytterligere: Diskonterte kontantstrømmer (DCF) i kategorien fundamental verdsettelse, og multippel-analysen i kategorien markedsbasert verdsettelse. Inntjeningsbaserte metoder tar utgangspunkt i hvilke kontantstrømmer og resultater man kan forvente at selskapet oppnår i fremtiden. Her er fokuset mindre på de bokførte verdiene selskapet har, i motsetning til balansebaserte metoder (Lederkilden, 2021).

Selv om inntjeningsbaserte metoder er treffsikre, krever de mye informasjon. I den markedsbaserte verdsettelsen kommer dette tydelig fram, da det er benyttet selskaper utenfor NorgesGruppens hjemmehørende marked i sammenligningen. Dette fordi de sammenlignbare selskapene i hjemmehørende marked ikke er børsnoterte, og det er derfor ikke nødvendig informasjon tilgjengelig. Dette kan føre til et upresist resultat, noe det er tatt høyde for under vektingen av aksjeverdiene. Ytterligere beskrivelse av de valgte metodene er å finne i metodenes respektive seksjoner.

04 Strategisk analyse

I denne delen av oppgaven vil tre ulike modeller benyttes: PESTEL, Porters fem konkurransekrefter og SVIMA. Disse modellene benyttes for å beskrive de eksterne og de interne forholdene til NorgesGruppen og bransjen det opereres i, nemlig dagligvarebransjen. Analysen beveger seg ikke inn på de andre bransjene selskapet opererer i, da det er dagligvarebransjen som er selskapets kjernevirksomhet. Analysen vil med andre ord ikke fokusere på serverings- og servicehandelsbransjen. De relevante dagligvarekonseptene er Kiwi, Meny, Spar og Joker (NorgesGruppen, u.å. a).

Første modell som benyttes er PESTEL for å redegjøre for eksterne forhold, før Porter-modellen går dypere inn på situasjonen rundt NorgesGruppen. SVIMA-modellen benyttes for å kartlegge de interne forholdene i NorgesGruppen. SWOT-modellen fungerer som en oppsummering av alle tre modellene.

4.1 Ekstern analyse: PESTEL

Ved undersøkelse av makro-omgivelsene til NorgesGruppen havner valget av modell på PESTEL-modellen. Denne modellen benyttes til å analysere de politiske (P), økonomiske (E), sosiokulturelle (S), teknologiske (T), miljømessige (E) og juridiske (L) faktorene NorgesGruppen må forholde seg til (Issa *et al.*, 2010), både ved utvikling og vurdering av strategiske valg. Analysen gjennomføres basert på informasjon fra årsrapporter, publikasjoner relatert til bransjen og selskapets egen nettside.

Politiske forhold

Dagligvarebransjen er en vesentlig aktør i det norske næringslivet, med 84,5 milliarder norske kroner i omsetning (SSB og Nielsen, 2020), omtrent 40 000 medarbeidere (NorgesGruppen, 2020a), og med 1 200 leverandører (NorgesGruppen, 2021a).

Endringer i priser eller lovgivning kan påvirke hele verdikjeden, inkludert sluttbrukeren. Med et så sterkt preg på næringslivet og markedet følger det naturlig at bransjen er under tett oppsyn av blant annet regjeringen, Konkurransetilsynet, Forbrukertilsynet og Dagligvaretilsynet. Bransjen opplever til stadighet konflikter, blant annet om urettferdige innkjøpsavtaler (Hopland, 2020a).

Den mest aktuelle innkjøpskonflikten baserer seg på at de ulike innkjøpsprisene aktørene kan oppnå i stor grad baserer seg på størrelsen/makten til hver enkelt aktør. NorgesGruppen er den største aktøren, med 43,7% av markedsandelene i 2019, og får med det et konkurransefortrinn ovenfor de andre aktørene i markedet (Nielsen, 2020). En motreaksjon fra Rema 1000 og Coop har vært å utarbeide innkjøpsavtalen «Core», som i praksis vil føre til at det kun blir to innkjøpere i bransjen (Hopland, 2020b). Dette kan potensielt gjøre det enda vanskeligere for nye aktører å etablere seg.

En reaksjon på konfliktnivået fra regjeringens side er opprettelsen av Dagligvaretilsynet, et tilsyn som skal håndheve den nylig innførte lov om god handelsskikk i dagligvarekjeden. Loven skal bidra til effektiv bruk av samfunnets ressurser og ivareta forbrukernes interesser ved å fremme redelighet, forutsigbarhet og lojalitet i kontraktsforhold mellom næringsdrivende i dagligvarebransjen, jf. Lov om god handelsskikk i dagligvarekjeden § 1 (Lov om god handelsskikk, 2020).

Økonomiske forhold

NorgesGruppen er en stor aktør i dagligvarebransjen, som brer seg ut over hele Norge. Derfor er det naturlig å ta for seg de makroøkonomiske trendene som virker inn på samfunnet og bransjen når de økonomiske forholdene skal analyseres.

2020 har vært et spesielt år, da Norge ble truffet av en verdensomspennende pandemi. Dette har ført til smittevernsrestriksjoner, hvor virksomheter har blitt påvirket i ulik grad. Mindre reising (Innovasjon Norge, 2020), restriksjoner for serveringssteder (Gjerstad, Melgård og Oterholm, 2020) og mer tid hjemme har ført til økt omsetning i dagligvarebransjen. Veksten i 2020 var på 17,1% og den totale omsetningen oversteg for første gang 200 milliarder kroner. Året før var omsetningsveksten langt mer beskjeden på kun 1,3% (Falck, 2020), og for 2021 er det nok fornuftig å forvente en lavere vekst enn i rekordåret 2020.

En sentral del av norsk økonomi er konsumprisindeksen (KPI). KPI beskriver prisnivået, og måler prisutviklingen på varer og tjenester etterspurt av husholdninger. Endringen i KPI anses som et generelt mål for landets prisvekst (SSB, 2021). Dagligvarer har konstant høy etterspørsel sammenlignet med en rekke andre varer og tjenester, og spiller derfor en viktig rolle i utviklingen av konsumprisindeksen. Tall fra SSB viser at konsumprisindeksen har økt med 2,5% i perioden januar 2020 til januar 2021 (SSB, 2021). Ved sammentrekninger i økonomien forandres ofte forbruket av de økonomiske midlene man har tilgjengelig, og både penge- og finanspolitikk fra regjeringen og tiltak fra Norges Bank er med på å påvirke dette. 20. mars 2020 valgte Norges Bank å sette ned styringsrenten fra 1% til 0,25%. Endringen ble gjort for å kontrollere inflasjonen. Endringen forekom tidlig i forhold til andre tiltak fordi det kan ta tid før effekten slår inn. Kort tid senere, 7. mai 2020, ble styringsrenten senket nok en gang ned til 0%. Dette nivået lå den på ut året (Norges Bank, 2020).

I tillegg til tiltak fra Norges Bank, ble det i løpet av året avgjort av regjeringen at det skulle innføres andre pengepolitiske og finanspolitiske tiltak. Nedjustering av merverdiavgift på hotellovernattinger til 6% og diverse krisepakker er eksempler på dette (Skatteetaten, 2021; NHO, 2021). Krisepakkene har kommet i forskjellige utforminger og har blitt forandret for å

treffe de som trenger støtten mest. Et av problemene med krisepakkene er at de er statlig finansiert. Store beløp vil tynge statens evne til å finansiere andre deler av samfunnet. Allerede i april 2020 var kostnadene ved krisepakkene estimert til om lag 280 milliarder norske kroner (Feratovic, 2020). Hvor store kostnader pandemien vil forårsake totalt er enda ukjent.

Kort sagt: Koronapandemien gjør at man får mindre penger å rutte med. Uavhengig av hvor mye penger man har, er behovet for dagligvarer der enda. Effekten av koronapandemien kan slå ut både positivt og negativt for dagligvarebransjen. Det er klart at 2020 var et godt år, men om fremtidige år blir like gode er vanskeligere å si. Dersom nordmenn velger å spise billigere fremover, kan dette bety at serveringssteder samtidig velges bort. Denne type trender er det vanskelig å si noe konkret om fordi de måles over tid og fordi trendene man har funnet i løpet av 2020 har vært preget av restriksjoner som for eksempel stengte serveringssteder.

Sosiokulturelle forhold

Helsedirektoratet har siden 50-tallet, hvert år, publisert en rapport om utviklingen i norsk kosthold. Rapporten gir ikke fullstendig innsikt i matvanene våre, da den ikke tar høyde for svinn i industri, ved servering eller i husholdninger. Den er likevel et godt verktøy for å si noe om hvordan inntaket vårt forandrer seg over tid. Rapporten tar ikke for seg øvrige dagligvarer enn mat, men siden ca. 84% av omsetning i dagligvarebransjen er mat (Wifstad *et al.*, 2018) antas det at endringene fremstilt av rapporten vil gi et godt bilde likevel. Funnene i de sosiokulturelle forholdene vil i all hovedsak være basert på siste utgave av denne rapporten: Utviklingen i norsk kosthold: 2020.

Overordnet viser rapporten til en noe positiv utvikling i det norske kostholdet. Det er mange forbedringsområder, og det kommer frem av rapporten at effekten av å optimalisere kostholdet til befolkningen har enorm betydning for helse og økonomi. Sosiale medier og tilgang til internett har gjort det lett å finne informasjon om næringsinnhold og tips til hvordan man kan spise sunnere på enklest mulig måte. Det fremgår at 50% av alle nordmenn har kjennskap til helsedirektoratets kostholdsråd i 2020 (Helsedirektoratet, 2020). Det fremgår av

samme rapport at 3/4 kjenner til anbefalingene om «5 grønne om dagen», fisk to ganger i uka og inntak av grove kornprodukter. I tillegg rapporteres det om at det er en positiv trend i tilliten til helsedirektoratets kostråd.

Av rapporten fremgår det at forbruket av rødt kjøtt, sukker, meieriprodukter, frukt, bær og sjømat har hatt en nedgang siden midten av 2000-tallet. På den andre siden inntas det mer grønnsaker, ost og margarin, samtidig som inntaket av fett har økt siden 2010. Inntaket av mettet fett er høyere enn anbefalt. Saltinntaket er også langt høyere enn anbefalt. Kunnskap om disse trendene og forholdene gir NorgesGruppen mulighet til å både bidra med forbedring av kosthold, men også rette inn virksomheten til etterspørselen fra markedet.

Teknologiske forhold

Dagligvarebransjen preges av tøff konkurranse med små marginer og høyt volum. For å holde kostnadene nede og fortjenesten oppe jobbes det kontinuerlig med å implementere teknologi som kan effektivisere driften. Selv-skanning i dagligvarebutikker har blitt en mer og mer vanlig praksis (Michalsen, 2020). Noen kjeder har implementert teknologi som tillater at man ikke trenger å være innom en kasse ved å ta i bruk betalingsløsninger på telefon og mobil. Andre kjeder satser også på fordelsprogram, med mål om å øke lojaliteten til kundene. Medlemskupp, Æ-appen og trumf-bonus er de mest kjente eksemplene på dette (Andersen *et al*., 2019).

Nye eller forbedrede systemer tillater dagligvarebransjen å forbedre seg i alle ledd. I produksjonsleddet foregår det stor utvikling. Gjødsling, plantevernmidler og vannings- og vannlagrings-systemer er noen områder hvor det forskes på og jobbes med forbedringer (Nibio, 2021). I fabrikkene jobbes det med kvalitetssikringssystemer og nye maskiner til bearbeiding. Her jobbes det med kostnadseffektivisering og økt kvalitet i arbeid og produkt (SSB, 2015).

Miljømessige forhold

Klima og miljø er et viktig tema i dagens nyhetsbilde. Utslipp av karbondioksid og andre klimagasser fører til endring av klimaet i alle deler av verden. Endringen av klimaet viser seg i form av stigene havnivå, mer ekstremvær, samt negativ påvirkning av dyre- og plantelivet (Regjeringen, 2020b). Gjennom Parisavtalen har Norge forpliktet seg til å redusere utslippene av klimagasser med minst 50 prosent sammenlignet med 1990-nivået. Målet er at denne reduseringen skal nås innen 2030 (Regjeringen, 2020a). NorgesGruppen har gjennom sin drift engasjert seg i miljøarbeidet. Gjennom ASKO Fornybar har NorgesGruppen som mål å bli klimanøytral i egen drift. Dette innebærer at lastebilene som transporterer mat til kundene skal bruke fornybar energi, og samtidig kutte ut fossilt brensel (ASKO Fornybar, u.å.). Fokuset på klima og miljø kan bidra til et godt omdømme for NorgesGruppen.

Til tross for at prosjektene til ASKO Fornybar bidrar til reduserte utslipp skaper prosjektene også motstand i befolkningen. Motvind Norge er en av organisasjonene som har engasjert seg i kampen mot vindturbiner i norsk natur. Organisasjonen kjemper for å bevare dyre- og plantelivet i uberørt natur (Motvind Norge, 2020). Motvind har i dag (28. februar 2021) over 25 000 følgere på deres Facebook-side. Motvind har fullført flere aksjoner mot utbygging av vindturbiner, også prosjektet i Lillesand som nevnt tidligere i oppgaven. Motvind truer også med å boikotte NorgesGruppens butikker dersom prosjektet ikke skrinlegges (Vanebo, 2021). Motvind Norge er med sine følgere en relativt liten organisasjon og det vurderes ikke som en stor trussel for NorgesGruppens virksomhet.

Juridiske forhold

Dagligvarebransjen er under konstant tilsyn, og flere offentlige organer jobber til daglig med å regulere og vurdere hvordan bransjen fungerer. Tiltak for å hindre prissamarbeid, sikre prisvekst i tråd med inflasjonsmål og sikre sunn konkurranse er aktuelle tema. Offentlige organer som arbeider for å sikre dette er blant annet Konkurransetilsynet, Dagligvaretilsynet, Forbrukertilsynet og Markedsrådet. Relevant lovgivning som benyttes i arbeid med bransjens konkurranse er konkurranseloven §10 om lovlig samarbeid, konkurranseloven §11 om

misbruk av dominans og konkurranseloven §16 om fusjoner og oppkjøp (Konkurranseloven, 2004).

I nyere tid har det blitt innført en ny lov: Lov om god handelsskikk. Denne loven ble innført på samme tid som etableringen av Dagligvaretilsynet, som skal håndheve den nye loven. Tilsynet kan gi pålegg og treffe vedtak som kan påklages til Markedsrådet. Markedsrådet på sin side har ansvar for å behandle klager av nevnte type og brudd på blant annet Markedsføringsloven (Forbrukertilsynet, 2021a). Også alkoholloven og tobakksskadeloven er relevante, da dagligvarebransjen har bevilgning til å selge visse typer produkter under disse kategoriene.

Forbrukertilsynet, tidligere forbrukerombudet, er nok et offentlig organ som håndhever lover og regler for å ivareta forbrukervernet. Fokuset til dette organet ligger på markedsføringsloven og avtaler/kontrakter inngått av ulike parter. Forbrukerrådet arbeider blant annet med angrerettloven, kjøpsloven og forbrukerkjøpsloven. Rådet fungerer som et veiledende og meklende organ i tvistesaker mellom forbrukere og næringslivet (Forbrukertilsynet, 2021b).

Alle disse organene spiller en viktig rolle, da de operer med ulik myndighet og på ulike områder. Noen er i utgangspunktet statlig finansiert, men faglig fristilt fra sitt overordnede departement. Likevel oppstår det situasjoner hvor uavhengigheten blir kritisert, for eksempel av konsernsjef i Coop, Geir Inge Stokke, angående undersøkelsene av brudd på konkurranseloven av Coop, Rema og NorgesGruppen (Hopland, 2020a).

4.2 Ekstern analyse: Porters fem konkurransekrefter

Denne modellen benyttes til å analysere bransjer. Modellen ble introdusert allerede i 1979 av Michael E. Porter, og har blitt brukt og utviklet siden. Faktorene i denne modellen er: kundenes forhandlingsstyrke, leverandørens forhandlingsstyrke, trusler fra nykommere, trusler fra substitutter og konkurransesituasjonen (Porter, 2008). Den gjeldende bransjen i denne oppgaven er dagligvarebransjen. Etter gjennomgangen av de fem konkurransekreftene vil det bli presentert en kort oppsummering.

Kundenes forhandlingsstyrke

Første faktor tar for seg hvor sterk posisjon kundene har i markedet. Denne posisjonen tar høyde for antall kunder, viktigheten av kundene og kostnaden knyttet til å bytte leverandør, også kalt transaksjonskostnader.

Siden dagligvarebransjen driver med handel av dagligvarer er det naturlig å se på kundegruppen som hele befolkningen, spesielt med tanke på bredden i NorgesGruppens tilbud. Det betyr at antallet kunder er svært høyt. Tilsyn, reguleringer og konkurrenter sørger for at prisnivået er relativt likt. For NorgesGruppen handler det om å få kunder til å komme tilbake oftere enn hva de gjør for konkurrenter, og å trekke til seg så mange kunder som mulig. Dette kan være problematisk med tanke på at produktene som tilbys i dagligvarebransjen er relativt like. Fra kundens perspektiv er det heller ingen stor transaksjonskostnad å bytte mellom dagligvarekjedene, med mindre det foreligger spesielle forhold, for eksempel knyttet til geografi. For å endre på dette forsøker bransjens aktører, slik nevnt ovenfor, å implementere ulike fordelsprogram for å øke lojaliteten (BI, 2021).

Antall kunder er som nevnt svært høyt og kundenes forhandlingsstyrke vurderes med dette til å være svak.

Leverandørenes forhandlingsstyrke

Leverandørenes forhandlingsstyrke handler om konsekvensene det har å heve prisene ovenfor kundene (Porter, 2008). Dette påvirkes av antallet leverandører, produktenes egenskaper og hvilken kontroll aktøren har overfor kunden.

I 2016 var om lag 50% av omsetningen i norsk matindustri konsentrert på 5% av produsentene (Wifstad *et al.*, 2018). Dette betyr at et fåtall av aktørene har betydelig makt i markedet. Denne konsentrasjonen gjør at produsentene kan effektivisere, øke marginer og presse kundemassen i forhandlingssituasjoner. Det fremgår likevel av norskmat.no at omsetningen av lokal mat og drikke øker, som kan være fordelaktig for de små og mellomstore produksjonsbedriftene (Wifstad *et al*, 2018).

Leverandørenes forhandlingsstyrke vurderes til å være svak, da det kun er et fåtall store leverandører. Forhandlingsstyrken til de største leverandørene vurderes likevel til å være sterk.

Trusler fra nykommere

Trusler fra nykommere handler om hvor enkelt det er for nye aktører å etablere seg i markedet (Porter, 2008). Hvor stor denne trusselen er varierer fra bransje til bransje, men viktige elementer er følgende: Kostnaden ved etablering, stordriftsfordeler og hvor enkelt det lar seg gjøre å imitere andre aktørers konkurransefortrinn.

Dagligvarebransjen i Norge karakteriseres ved store oppstartsbarrierer og hard konkurranse (Wifstad *et al.*, 2018) – til tross for at flere mener konkurransen er svak (Gisholt, 2021). Dette er et resultat av blant annet sentraliserte logistikksentre, store aktører og små marginer. Å komme seg inn på markedet er svært vanskelig, spesielt om man har ambisjoner om å bli en betydelig aktør. Noe av dette skyldes den geografiske utformingen av landet og infrastrukturen av etablerte kjeder (Gisholt, 2021). Av Dagligvarefasiten 2020 kommer det

frem at øvrige konkurrenter (utelatt Coop, NorgesGruppen, Rema 1000 og Bunnpris) sto for under 0,1% av markedsandelene (Nielsen, 2020). Det er med andre ord rimelig å konkludere med at makten ovenfor nykommere som ønsker å etablere seg i markedet er stor. Både ICA og Lidl har trukket seg ut av markedet tidligere på grunn av lav lønnsomhet, og solgt sine butikklokaler til henholdsvis Coop og Rema 1000 (Kaspersen og Fadnes, 2008; Lindvoll, 2017).

En vei inn i dagligvarebransjen kan være ved å operere som nisje, for eksempel ved å bli fullstendig selvbetjent, tilby spesielle varer, hjemlevering, osv. Det er likevel begrenset hvor store markedsandeler man kan oppnå, og paraplykjedene sørger allerede for å dekke noen av disse nisjene. Dette enten for å oppnå høyere omsetning, eller for å holde konkurransen i sjakk. Coop har allerede åpnet døgnåpent og selvbetjent butikk (Coop Extra, 2019), og det finnes allerede etablerte aktører innen netthandel av dagligvarer, deriblant Meny (Meny, 2020).

Basert på dette vurderes trusler fra nykommere til å være svak.

Trusler fra substitutter

Substitutter defineres som produkter eller tjenester som dekker samme behov hos kundene (Scott, 2020).

Netthandel av sjokolade og sukkervare fra utenlandske aktører, som maxgodis.se og yoolando.com har gjort det mulig å handle store kvantum til lavere pris enn i dagligvarebutikker (Aronsen, Rekdal og Moen, 2018; Hopland og Bach, 2018; Wifstad *et al.*, 2018). Dette endret seg noe ved innføringen av høyere sukkeravgift, samt endring av tollreglene for varer under 350 kroner. Det er likevel mulig å handle sukkervarer billigere fra utlandet enn i Norge.

Vinmonopolet står for salg av både alkoholholdige og alkoholfrie drikkevarer. I 2020 opplevde Vinmonopolet en salgsvekst på 40% målt i vareliter, en betraktelig økning fra 2019 hvor veksten kun var på 0,7% (Sæter, 2021). Spesielt salget av øl er betydelig for dagligvarebransjen, da Vinmonopolet tilbyr både kjente øl-typer, men også importert øl og mikrobrygg. Salgstall fra Vinmonopolet viser en økning på 31% i salg av øl. Denne økningen skyldes konsekvensene av koronatiltakene i landet, deriblant redusering av grensehandel, stopp i taxfreesalg, samt redusert salg på caféer og restauranter (Vinmonopolet, 2021). Selv om dette er en stor del av grunnen til økningen, er det ikke til å overse at Vinmonopolets salg av øl og rusbrus er en konkurrerende salgskanal for dagligvarebransjen.

Grensehandel er også en viktig konkurrent for det norske dagligvaremarkedet. Med tall fra SSB kommer det fram at nordmenn drar på rundt 8 millioner grensehandelsturer per år (Wifstad *et al.*, 2018, s. 17). Det fremgår videre, av Wifstad *et al.* (2018) at en stor del av omsetningen ved grensehandel gjelder salg av kjøttprodukter, mineralvann, osteprodukter og godteri. Selv med noe variasjon gjelder dette produkter som ligner på de man får kjøpt i norske dagligvarebutikker. Grensehandelen står for en relativt stor del av omsetningen av dagligvarer, som man tydelig ser av økningen i dagligvareomsetningen i koronaåret 2020.

Trussel fra substitutter vurderes til å være sterk.

Konkurransesituasjonen

De viktigste elementene ved en analyse av konkurransesituasjonen er antallet konkurrenter og likheten ved produktene som tilbys (Porter, 2008). I tillegg er det viktig å ta høyde for tilbudet og etterspørselen i markedet. NorgesGruppen utgjør én av tre dominerende aktører i det norske dagligvaremarkedet, sammen med Coop og Rema. Fokuset vil ligge på disse aktørene, og ikke hvert enkelt dagligvarekonsept.

Selv om politikere og Forbrukerrådet ønsker flere konkurrerende aktører i markedet (Forbrukerrådet, 2018) har det ikke skjedd noen vesentlig endring i verken markedsmakt eller etableringer. Slik det ser ut er det ikke fornuftig å forvente en ny stor aktør i nærmeste fremtid. Konkurransen som virker å kunne forandre på dynamikken i dagligvarebransjen i 2021 kommer trolig fra netthandel og grensehandel. Etter hvert som naboland (spesielt Sverige) åpner opp, vil det bli langt mer mulig å reise over landegrensen. Tall fra SSB viser at grensehandelen fra 1. kvartal 2020 til 4. kvartal 2020 var redusert med 87,7%, sammenlignet med samme periode året før (SSB, 2021). Netthandelen av dagligvarer hadde samtidig stor vekst, hvor Meny melder om rekordhøy omsetning fra netthandel i 2020 (Lorvik, 2020). Med disse faktorene tatt i betraktning vil kanskje omsetningen i dagligvarebransjen fremover se mer ut som i 2019 enn som i 2020.

4.3 Intern analyse: SVIMA

Den interne analysen benytter SVIMA-modellen for å avdekke NorgesGruppens styrker og svakheter. SVIMA-modellen benyttes for å analysere varigheten og kvaliteten av et selskaps konkurransefortrinn, basert på bedriftens interne ressurser. Modellen består av fem deler: Sjelden (S), viktig (V), ikke-imiterbar (I), mobilisert (M) og approprierbar (A) (Lien *et al.*, 2016, s. 153). I denne delen vil verdikjeden og ASKO Fornybar analyseres.

Verdikjeden

De tre hovedaktørene i dagligvarebransjen bedriver alle vertikal integrasjon. NorgesGruppens leverandører er i likhet med resten av verdikjeden konsentrert. De ti største produsentene (deriblant Orkla, Tine og Nortura) står bak 46% av omsetningen i NorgesGruppen (NorgesGruppen, 2020a). Dette gjør at selskapet kan benytte stordriftsfordeler, gjennom f.eks. gode innkjøpsavtaler eller effektiv produksjon. Det er klart at når NorgesGruppen kontrollerer både grossist- og detaljistleddet i verdikjeden og har stor markedsmakt, øker leverandørenes avhengighet til NorgesGruppen.

SVIMA-modellen gås nå gjennom stegvis for å vurdere om verdikjeden til NorgesGruppen er en intern ressurs som gir dem et varig konkurransefortrinn.

Sjelden: Nei, konkurrentene driver på samme måte. NorgesGruppen har dog høyere markedsandel i detaljistleddet og omsetter mer til andre detaljister fra sin grossist.
Viktig: Ja, strukturen og makten som kommer fra den vertikale integrasjonen til NorgesGruppen er viktig.
Ikke-imiterbar: Nei, størrelsen er vanskelig å oppnå, men modellen benyttes allerede.
Mobilisert: Ja.
Approprierbar: Ja, størrelsen og makten gir en klar fordel for NorgesGruppen.

Vi ser at ressursen ikke er sjelden og i tillegg er imiterbar. Det er dermed mulig å konkludere med at konkurransefortrinnet er midlertidig.

ASKO Fornybar

Som et ledd i arbeidet med klima og miljø har NorgesGruppen opprettet ASKO Fornybar, som nevnt tidligere i oppgaven. Bærekraftige grossistløsninger er viktig for fremtiden. Ved å implementere systemer som bidrar til bærekraftig drift, bidrar NorgesGruppen til regjeringens klimamål. ASKO Fornybar kan bidra til et styrket omdømme, ikke bare fordi det er et konkret tiltak knyttet til klimamålene, men også fordi det går i tråd med miljø- og bærekraftsmålene til selskapet (NorgesGruppen, 2020a).

SVIMA-modellen gås nå gjennom stegvis for å vurdere om ASKO Fornybar er en intern ressurs som gir NorgesGruppen et varig konkurransefortrinn.

Sjelden: Ja, eneste dagligvareselskap med mål om 100% fornybar energi i grossistledd.
Viktig: Ja, hjelper til å nå mål og gjør en større omstilling enklere.
Ikke-imiterbar: Nei.
Mobilisert: Ja.
Approprierbar: Ja.

For at et konkurransefortrinn skal kunne anses å være langvarig må alle leddene i SVIMA-modellen kunne kalles tilfredsstilt. Dersom kun noen av kravene er oppfylt er det heller å anse konkurransefortrinnet som midlertidig. Det vil si at NorgesGruppens interne ressurser bidrar til et midlertidig konkurransefortrinn.

4.4 En oppsummering: SWOT

SWOT-modellen står for: Styrker (S), svakheter (W), muligheter (O) og trusler (T) (Sarsby, 2016). Modellen fungere som en oppsummering av de viktigste egenskapene og faktorene ved de interne og eksterne omgivelsene til NorgesGruppen som er gjennomgått i de tre modellene ovenfor.

Styrker	**Muligheter**
Markedsmakt Bredt tilbud fra konseptene Godt utarbeidet verdikjede Grønn satsing	Netthandel Økt bærekraftsfokus
Svakheter	**Trusler**
Trusler fra Motvind Norge	Grensehandel Netthandel Voksende konkurranse Strengere lovgivning Substitutter

Tabell 1 SWOT

05 Regnskapsanalyse

Gjennom en regnskapsanalyse betrakter man historiske regnskapstall for å danne et helhetlig bilde av den aktuelle bedriftens økonomiske stilling og hvordan denne har endret seg over tid. Det fundamentale målet er å skape indikasjoner på hvordan selskapets fremtidige økonomi vil se ut, selv om det tas utgangspunkt i historiske tall (Boye, 1983a). Den er spesielt nyttig for selskapets interessenter; ledelse, ansatte, konkurrenter, kreditorer og eiere. Analysen begrunnes ut fra kalkulering av sentrale nøkkeltall. I denne oppgaven vil det ses nærmere på NorgesGruppen sin lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet. Tallene beregnes ut ifra NorgesGruppens regnskapstall i perioden 2016-2020, samt bruk av tall fra proff.no.

5.1 Lønnsomhet

Lønnsomhet omhandler en bedrifts evne til å generere overskudd. Driftsoverskudd er til syvende og sist det viktigste for et selskap. For å overleve i et tøft marked og skape verdi for eiere og andre interessenter over tid er man nødt til å ha inntekter som er større enn kostnader. Et viktig mål i forbindelse med lønnsomhet er rentabilitet. Rentabilitet er et regnskapsmessig uttrykk som viser avkastning på et foretaks kapital (snl.no, 2014a). Jo større overskudd en bedrift har, jo mer kan den investerte kapitalen forrentes. Sentralt i utregning av rentabilitet er totalkapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten.

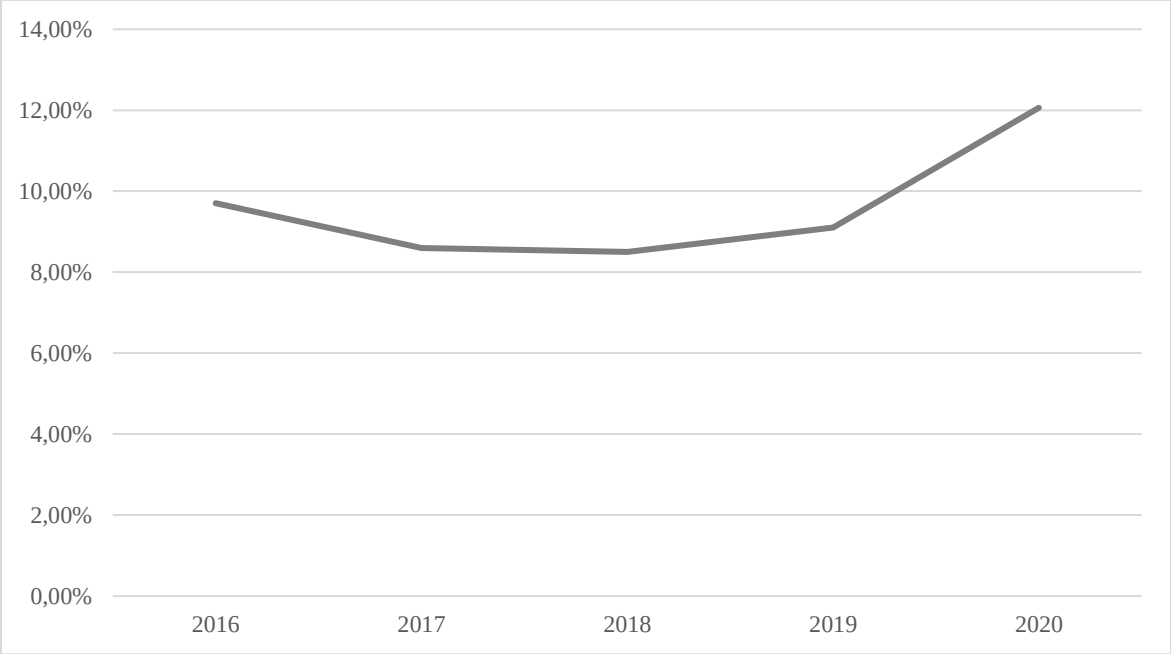
Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten måler rentabiliteten på bedriftens totale kapital, uavhengig av finansiering. Denne er spesielt interessant for ledelse, långivere og andre kreditorer (Boye, 1983b, s. 32).

$$Totalkapitalrentabilitet = \frac{(Driftsresultat + finanskostnader) * 100\%}{Gjennomsnittlig\ totalkapital}$$

År	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**
Totalkapitalrentabilitet	9,70 %	8,60 %	8,50 %	9,10 %	12,06 %

Tabell 2 Totalkapitalrentabilitet



Figur 3 Totalkapitalrentabilitet

NorgesGruppen sin totalkapitalrentabilitet har i tidsrommet 2016-2020 befunnet seg innenfor intervallet 8,5-12,06%. Totalkapitalrentabiliteten bør være høyere enn risikofri rente med tillegg for risiko. I perioder med lav prisstigning må en totalkapitalrentabilitet på over 10% regnes som god (Kristoffersen, 2019). Det observeres en svak synkende trend fra 2016 til 2019 og en solid oppgang fra 2019 til 2020. Den synkende trenden frem mot 2020 kan forklares av generell lav vekst i dagligvaremarkedet i Norge som følge av begrenset befolkningsvekst og tøff konkurranse blant lavpriskjedene. I 2020 har dagligvarebransjen derimot opplevd solid vekst, til tross for Covid-19 situasjonen og strenge smitteverntiltak. Den mest sentrale forklaringen er de stengte grensene med høyere innenlandsk konsum som resultat, noe som har vært svært fordelaktig for NorgesGruppen. For konsernet samlet sett har omsetningsnedgangen i service- og serveringsbransjen vært med å dempe den samlede veksten noe.

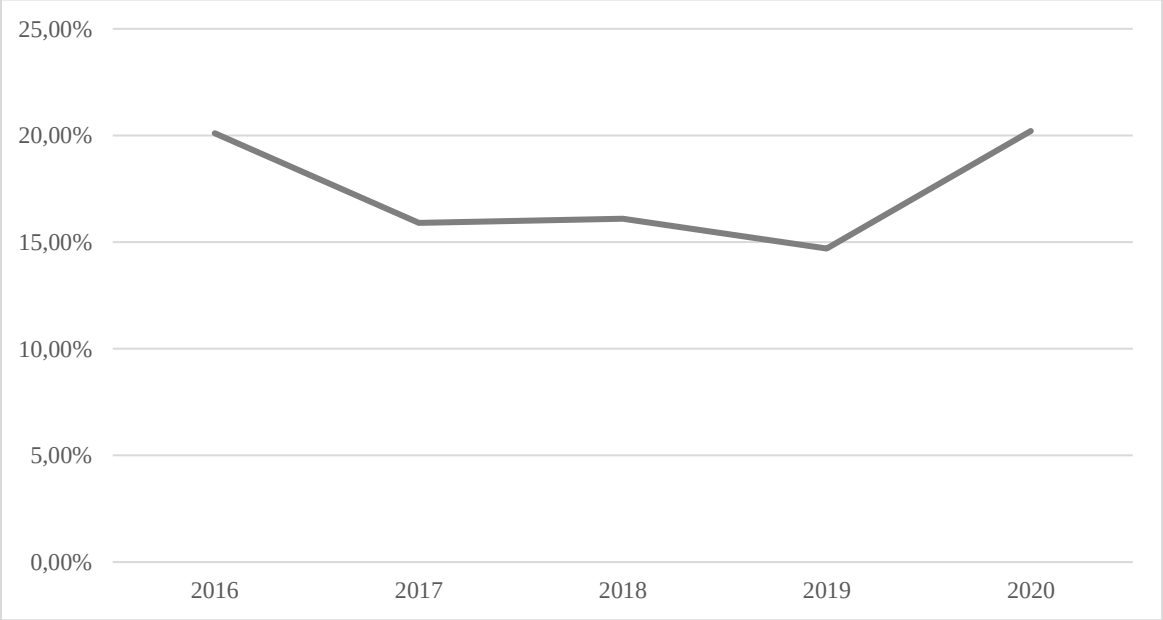
Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten er et mål som viser selskapets oppnåelse av avkastning på egenkapitalen. Egenkapitalrentabiliteten kan beregnes både før og etter skatt. I denne oppgaven blir det benyttet tall før skatt for å lettere kunne sammenligne årene mot hverandre ved en eventuell endring i skattesatsen. Dersom ordinært resultat er høyt og/ eller egenkapitalen er lav vil dette gi høy avkastning til eierne relativt sett (proff.no, 2021).

$$Egenkapitalrentabilitet\ før\ skatt = \frac{Ordinært\ resultat\ før\ skatt * 100}{Gjennomsnittilig\ egenkapital}$$

År	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**
Egenkapitalrentabiliteten	20,1 %	15,9 %	16,1 %	14,7 %	20,21%

Tabell 3 Egenkapitalrentabilitet



Figur 4 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten til NorgesGruppen har også holdt seg noenlunde stabil i årene 2016-2020. Alle årene har positive verdier og det er en jevn og god avkastning på selskapets egenkapital. Året med høyest tall er 2020, med 20,21%. I 2016 er den på 20,1%, før den faller omtrent 4% til året etter. Fallet fra 2016-2017 skyldes hovedsakelig at det danske dagligvareselskapet Dagrofa som NorgesGruppen hadde 48,9% eierandel i, gjennomførte en omfattende restrukturering. Ellers kan trenden frem mot 2020 forklares av samme årsaker som nevnt om totalkapitalrentabiliteten. Igjen observeres det at 2020 har vært et meget godt år for NorgesGruppen med en økning i egenkapitalrentabiliteten på over 5%.

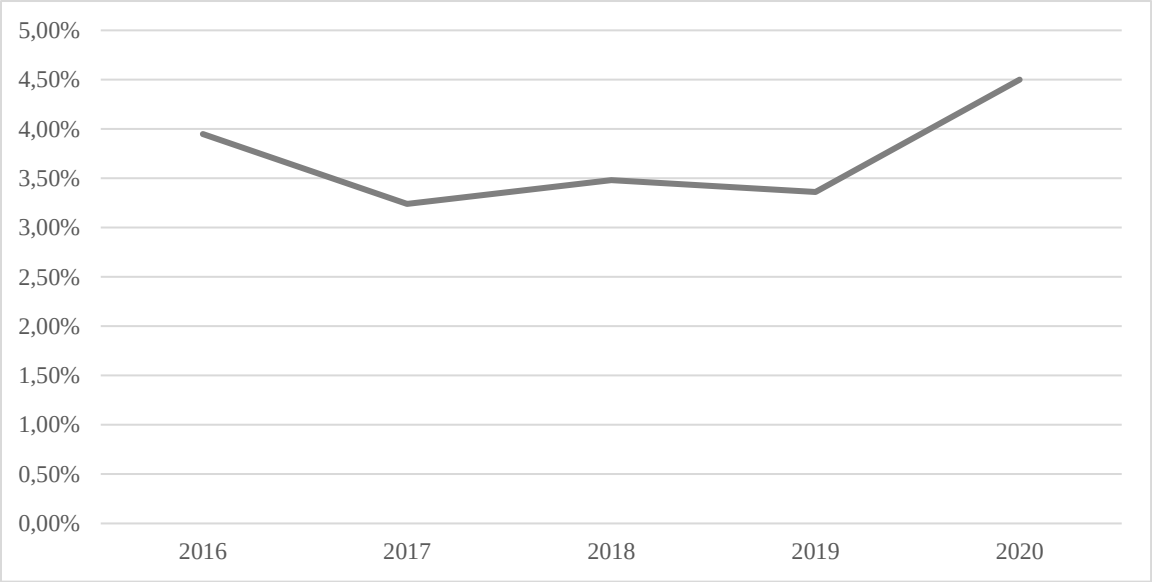
Driftsmargin

Driftsmarginen er et nøkkeltall som viser hvor stor andel av driftsinntektene som går til overskudd. Jo høyere driftsmargin, desto mer tjener en virksomhet per krone av omsetningen (visma.net, 2021c). Også denne vil beregnes med tall før skatt for å forenkle sammenligningen.

$$Driftsmargin\ (før\ skatt) = \frac{Ordinært\ resultat\ før\ skatt * 100\%}{Driftsinntekter}$$

År	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**
Driftsmargin	3,95 %	3,24 %	3,48 %	3,36 %	4,5 %

Tabell 4 Driftsmargin



Figur 5 Driftsmargin

NorgesGruppen leverer jevnt og stabilt på driftsmarginen i årene 2016 til 2020. Det er ingen enorme tall, men samtidig viser det at konsernet har en svært god evne til å skape lønnsom drift i et konkurranseutsatt marked. Driftsmarginen faller litt fra 2016 til 2019. Hovedårsaken til nedgangen er som nevnt tidligere, at dagligvaremarkedet har svak vekst. For rekordåret 2020 ser man en økning på over 12% i driftsinntekter sammenlignet med 2019.

Som en avsluttende kommentar på analysene ovenfor, er det mulig å fastslå at NorgesGruppen står solid lønnsomhetsmessig. Hvis man ser bort fra 2020 observeres det at avkastningen på selskapets drift ikke har de høyeste toppene, men det er samtidig svært lite volatilitet og det leveres gode, trygge tall hvert år. Rekordåret 2020 viser hvor sterkt NorgesGruppen står i markedet.

5.2 Finansiering

Gjennom finansieringsdelen av regnskapsanalysen ønsker man å avdekke selskapets anvendelse og anskaffelse av kapital. Det grunnleggende skillet mellom typene finansiering går ut på om den er kortsiktig eller langsiktig. Kortsiktig finansiering er hovedsakelig kortsiktig gjeld. Langsiktig finansiering er egenkapital og langsiktig gjeld. Kortsiktig gjeld har forfall innen ett år, langsiktig gjeld har forfall på et tidspunkt etter ett år (snl.no, snl.no, 2020).

Finansieringsgrad 1

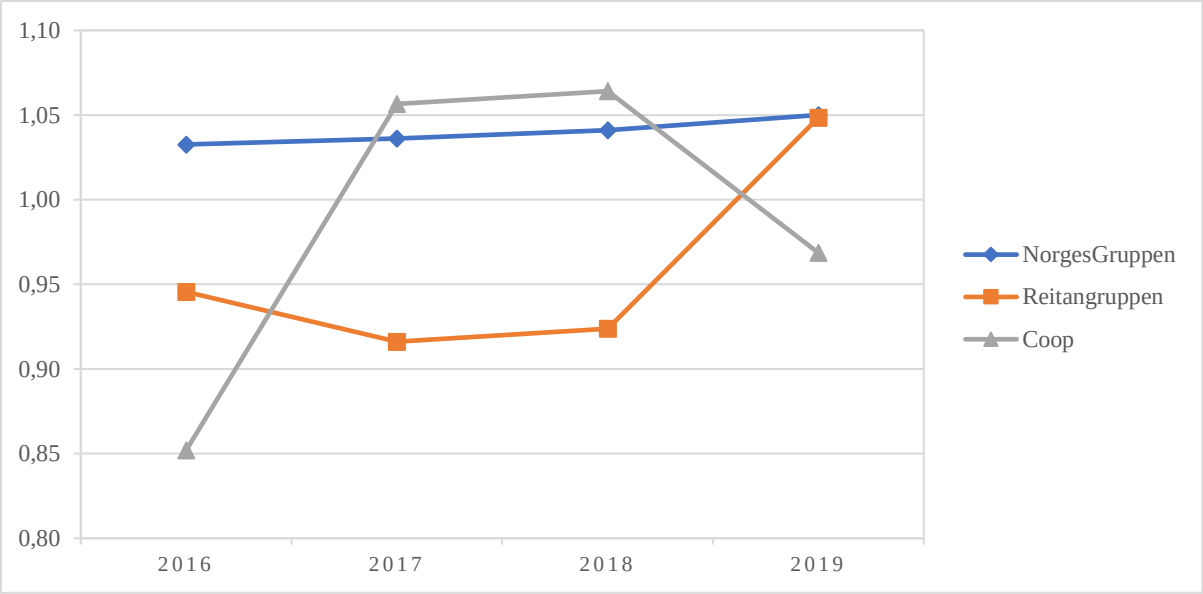
Finansieringsgrad 1 er et mål på hvor stor andel av anleggsmidlene (langsiktig kapital) som er finansiert av langsiktig gjeld og egenkapital. Det er ønskelig at denne er mindre enn 1. Hvis den ikke er det, betyr det at bedriften finansierer noe av sin langsiktige kapital med kortsiktig gjeld.

$$Finansieringsgrad\ 1 = \frac{Anleggsmidler}{Langsiktig\ kapital}$$

År	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**
Finansieringsgrad 1	1,0326	1,0361	1,0411	1,05	1,0356

Tabell 5 Finansieringsgrad 1

NorgesGruppen har i hele perioden en finansieringsgrad 1 som er større enn 1. Et tall høyere enn 1 kan indikere likviditetsproblemer. Finansieringsgraden er ikke 100% sannhet, og hvordan målet er anvendelig varierer fra bransje til bransje, og selskap til selskap. I figuren under sammenlignes NorgesGruppens finansieringsgrad med hovedkonkurrentene, Reitangruppen og Coop i årene 2016-2019.



Figur 6 Finansieringsgrad 1

Det observeres at bransjen ligger på en finansieringsgrad omkring 1. NorgesGruppen er dog det eneste selskapet med alle år over 1. Samtidig er det svært liten forskjell på de tre aktørene. Det er tydelig at finansieringsstrukturen i bransjen er slik at dette nøkkeltallet ligger høyt, uten at man nødvendigvis skal påberope likviditetsproblemer. En endelig konklusjon her skjer gjennom analysen av likviditet.

5.3 Soliditet

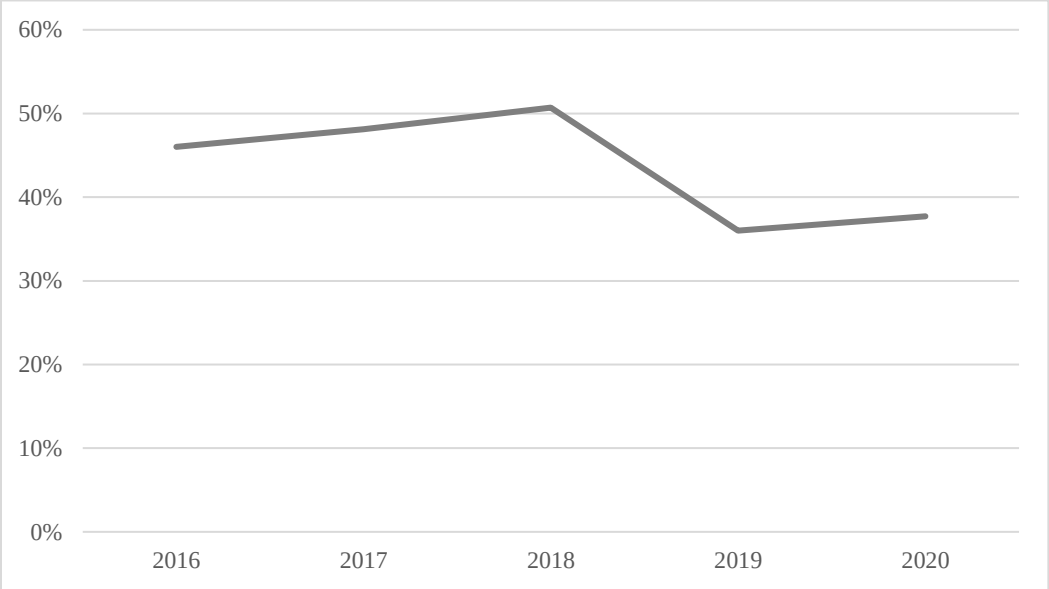
Gjennom undersøkelse av selskapets soliditet er målet å avdekke dets evne til å tåle tap. Også dette nøkkeltallet er knyttet til finansieringen av selskapet. Det ses her på selskapets egenkapitalandel og gjeldsgrad. Jo større egenkapitalandel bedriften har, jo bedre rustet er det til å tåle tap. Og motsatt, jo større grad det er gjeldsfinansiert, jo større er selskapets antatte risiko (visma.net, 2021b).

Egenkapitalandel

$$Egenkapitalandel = \frac{Egenkapital * 100\%}{Totalkapital}$$

År	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapitalandel	46 %	48,10 %	50,70 %	36 %	37,7 %

Tabell 6 Egenkapitalandel



Figur 7 Egenkapitalandel

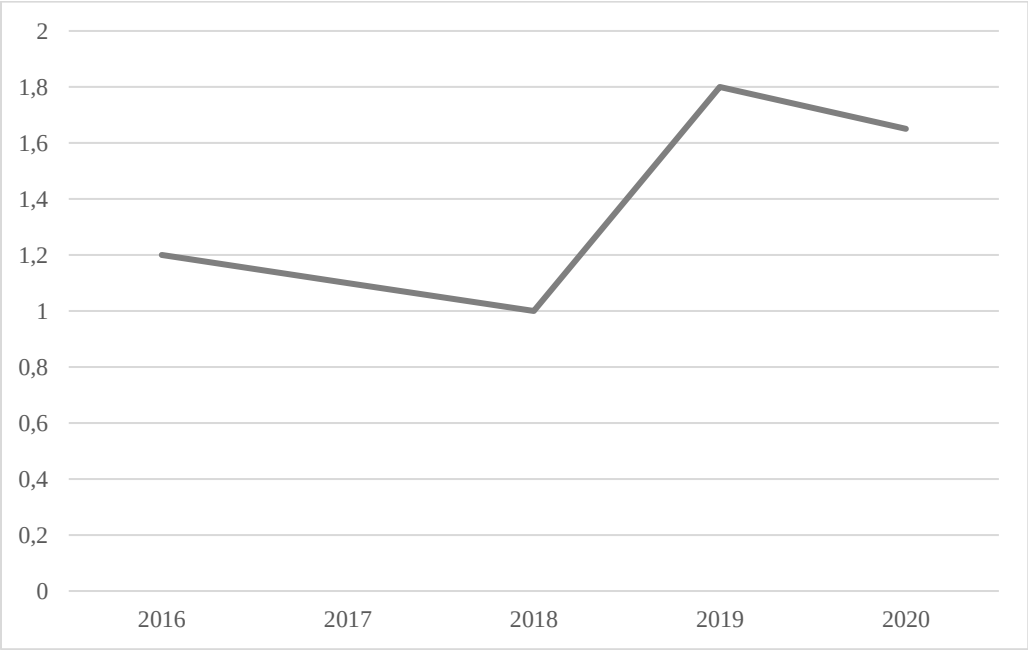
I årene 2016-2018 ligger egenkapitalandelen innenfor intervallet 46-51%. Fra år 2018 til 2019 faller egenkapitalandelen med nesten 15%. Grunnen til dette er implementering av den nye regnskapsstandarden IFRS 16 den 1.1.2019. Etter den nye standarden skal alle vesentlige leieavtaler (forventet avtaleperiode over 12 måneder) innregnes som en eiendel (bruksrettighet), med en tilsvarende leieforpliktelse. Forpliktelsen og bruksrettigheten blir regnskapsmessig løst opp over leieperioden gjennom rentekostnader og avskrivinger (Jensen, 2018). For NorgesGruppen blir det en betydelig økning i balansen i 2019, med «økning i rett til bruk eiendel» under eiendeler, og tilsvarende økning i leieforpliktelser under langsiktig gjeld. Sammenlignet med tidligere år betyr ikke denne endringen så mye økonomisk sett. NorgesGruppen nevner også selv en egenkapitalandel på 53,2% den 31.12.2019 (NorgesGruppen, Årsregnskap 2019, 2020b).

Gjeldsgrad

$$Gjeldsgrad = \frac{Gjeld}{Egenkapital}$$

År	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**
Gjeldsgrad	1,2	1,1	1	1,8	1,65

Tabell 7 Gjeldsgrad



Figur 8 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden til NorgesGruppen ligger rundt og rett over 1 i perioden 2016-2018. En gjeldsgrad på 1 betyr at selskapet finansierer drift med like mye egenkapital som gjeld. Økningen fra 2018 til 2019 skyldes implementeringen av IFRS 16.

En sluttkommentar om soliditeten til NorgesGruppen er at den har holdt seg stabil i årene som er undersøkt. Det observeres et stort fall i nøkkeltallene fra 2018 til 2019, men dette skyldes ikke at NorgesGruppen har gått på et økonomisk tap, men innføringen av IFRS 16. Den reelle

økonomiske stillingen til konsernet er relativt lik i 2020 som den var i 2016. Det vitner om stabil og solid drift.

5.4 Likviditet

Likviditeten til et selskap omhandler dets betalingsevne, altså evnen til å møte sine kortsiktige forpliktelser ved forfall (snl.no, 2014b). En vanlig måte å skape en indikasjon på likviditeten er gjennom utregning av likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2.

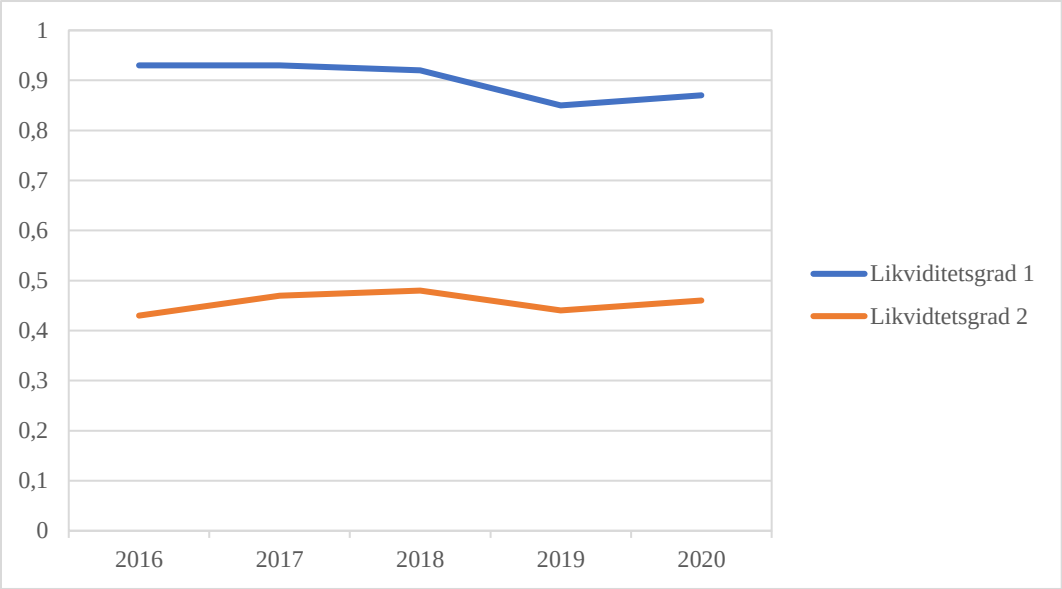
Likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2

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

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

År	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**
Likviditetsgrad 1	0,93	0,93	0,92	0,85	0,89
Likvidtetsgrad 2	0,43	0,47	0,48	0,44	0,4588

Tabell 8 Likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2

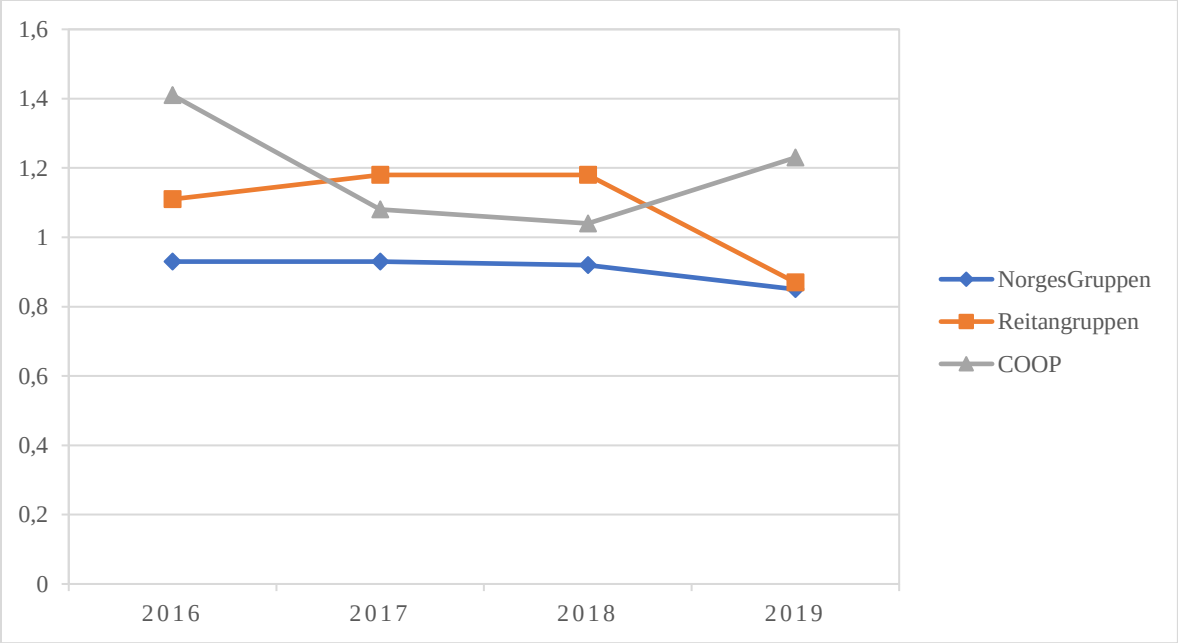


Figur 9 Likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2

Av teori bør likviditetsgrad 1 være over 2 for å si at et selskap har god betalingsevne. Likviditetsgrad 2 bør være over 1 (visma.net, 2021a). NorgesGruppen ligger langt under disse forholdstallene i alle regnskapsårene som er undersøkt – man skal dog ikke fastslå uten videre at det foreligger betalingsproblemer. Et viktig moment i denne vurderingen er hvordan driften refinansieres.

Betalingsproblemer oppstår som regel når et selskap får betydelig kortsiktig gjeld som ikke er refinansierende (Aae, Hansen, Kinserdal, Pelja, & Stemland, 2018). Dagligvarebransjen har stor omløpshastighet knyttet til drift, dette innebærer at refinansierende gjeld i liten grad utgjør en likviditetsrisiko. Refinansierende gjeld er eksempelvis leverandørgjeld, skatter, avgifter etc. Gjennom løpende drift justeres varelageret og kundefordringer opp og ned kontinuerlig, med tilhørende leverandørgjeld. Selskapet er ikke i betalingsproblemer, det får hele tiden inntekter fra salg til å fortløpende kunne betale leverandørgjelden. Men likviditetsgraden vil være lav. Aae *et al.* (2018) argumenterer for viktigheten av å ha tilgang på overskuddslikviditet til å nedbetale kortsiktig ikke-refinansierende gjeld uten å kutte ned drift. NorgesGruppen styrer etter å ha gode likviditetsreserver ift. virksomhetens preg. Omfanget av omsetningen og innbetalingene til konsernet begrenser behovet for en prosentmessig stor andel likviditetsreserver (NorgesGruppen, 2020b).

Store endringer i likviditetsgraden innenfor et år kan også være et tegn på likviditetsproblemer (Aae *et al*., 2018). Det observeres at likviditetsgradene til NorgesGruppen holder seg svært stabilt fra år til år. NorgesGruppen har god likviditet. Til slutt kan det også være greit å sammenligne NorgesGruppens likviditetsgrad 1 med Reitangruppen og Coop i årene 2016-2019.



Figur 10 Likviditetsgrad 1

NorgesGruppen har det laveste gjennomsnittet, men samtidig den med minst volatilitet. Uansett observeres det at bransjen har lave forholdstall sett opp mot det ideelle. Det har som nevnt over ikke noe med betalingsevne å gjøre, men bransjens omløpshastighet.

5.5 Oppsummering regnskapsanalyse

Gjennom regnskapsanalyse av NorgesGruppen er det avdekket at konsernet står solid posisjonert finansielt sett. Den gjenspeiler også at dagligvarebransjen er en svært stabil og lønnsom bransje. Uavhengig av konjunkturer, endringer av makroforhold mm., så trenger folk dagligvarer. Dette understrekes av koronaåret 2020, hvor NorgesGruppen setter rekorder. Omsetningen er lite volatil. Det er kanskje det som er mest fremtredende av regnskapsanalysen også; at den økonomiske situasjonen er svært stabil. Konsernet leverer god avkastning på den investerte kapitalen år inn og år ut. Soliditeten, egenkapitalandelen og gjeldsgraden var god i 2016, det er den også i 2020. Selv om tallene fra finansierings- og likviditetsanalysen ikke er i overenstemmelse med hva teori hevder er optimalt, har det blitt observert at dette skyldes forhold ved bransjen heller enn dårlig betalingsevne. Dagligvarebransjens høye omløpshastighet kombinert med enorm omsetning gjør at det hele tiden er likvide midler tilgjengelig. Regnskapsanalysen av NorgesGruppen taler for et lavere avkastningskrav og stabile, solide kontantstrømmer i årene som kommer.

06 Prognose av fremtidige kontantstrømmer

Å anslå utviklingen i NorgesGruppens fremtidige kontantstrømmer er neste steg for å kunne verdsette selskapet. Dagligvarebransjen er, som nevnt tidligere, en relativt stabil bransje, med unntak av usikkerheten etter spredningen av Koronaviruset i mars 2020. Basert på regnskapstall og argumentasjon fra den strategiske analysen utarbeides et estimat for NorgesGruppens fremtidige kontantstrøm. Ved å summere de diskonterte verdiene samt terminalleddet, vil man kunne finne frem til verdien av NorgesGruppens aksjer.

Verdiene som blir benyttet nedenfor er basert på historiske data og den strategiske analysen fra tidligere i oppgaven. Under enkelte poster velges det å se bort fra regnskapstallene for 2020, da veksten i omsetningen for Koronaåret 2020 trolig ikke kan forventes i tiden fremover, jf. den strategiske analysen. Denne oppgaven vil benytte seg av regnskapstall hentet fra tidligere årsrapporter. Disse årsrapportene kan leses på NorgesGruppens egen nettside. Tallene er oppgitt i tusen kroner.

6.1 Driftsinntekter

Salgsinntekter

Det er ønskelig å først å estimere salgsinntektene for de neste fem årene. Oppgaven belyser argumentasjon for og imot en stabil økning i salgsinntekter. Innledningsvis presenteres argumenter mot en stabil økning i salgsinntektene. Deretter presenteres argumentasjon som tilsier en stabil økning. Til slutt veies argumentene mot hverandre før et endelig estimat beregnes.

Argumentasjon mot en stabil økning i salgsinntekter

I det lange løp er det mulig å argumentere for at virkningene av koronapandemien vil redusere innbyggernes inntekt, som i neste ledd vil påvirke NorgesGruppens omsetning. Forfatterne mener likevel at denne argumentasjonen er svak, da dagligvarer er høyst nødvendig og det ikke er oppdaget en slik trend til nå. Dagligvarekundenes transaksjonskostnader er lave, noe som gjør det lett å endre handlevaner. Kundene er likevel mange, og dermed vurderes kundenes forhandlingsstyrke som svak. Samtidig vurderes trusler fra substitutter som sterk. Om ikke NorgesGruppen utarbeider strategier for å forhindre tap av kunder, kan en slik vurdering bidra til redusert omsetning. I tillegg er det viktig å være klar over at NorgesGruppens konkurransefortrinn er midlertidig, jf. SVIMA-analysen. Det er viktig at NorgesGruppen er oppmerksom på hvordan markedet utvikler seg, slik at ikke konkurrentene utnytter eventuelle svakheter. NorgesGruppen har lang erfaring i dagligvaremarkedet og det er derfor liten grunn til å tro at selskapets konkurranseevne vil svekkes i nær fremtid.

Argumentasjon for en stabil økning i salgsinntekter

Til tross for få aktører i det norske dagligvaremarkedet, oppleves konkurransen som hard. Det observeres kamp om markedsandeler, samt høye etableringsbarrierer og priskriger. I tillegg er bransjen regulert av lover og regler, som blant annet hindrer prissamarbeid og oppkjøp. Denne konkurransesituasjonen gir trolig ikke mulighet for større økning i salgsinntekter enn tidligere. NorgesGruppen har de siste årene jobbet for klima og miljø, og har i den anledning

opprettet selskapet ASKO Fornybar. Denne satsingen kan påvirke selskapets omdømme i positiv retning, til tross for Motvinds trussel om ikke å handle i NorgesGruppens profiler. I tillegg viser regnskapsanalysen en stabil driftsmargin for årene 2016 til 2020.

År	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Salgsinntekter	72 746 151	76 867 992	82 308 168	84 649 792	87 499 055
% Endring salgsinntekter		5,67 %	7,08 %	2,84 %	3,37 %

Gjennomsnitt årlig endring	**4,74 %**

Tabell 9 Utvikling av salgsinntekter

Tabell 9 finner med utgangspunkt i salgsinntektene for 2015 til 2019 en gjennomsnittlig økning på 4,74%. NorgesGruppens interne ressurser, deriblant en grønn satsing, vurderes som lovende for konsernets fremtid. Basert på diskusjonen overfor vurderes dette estimatet som en rimelig årlig økning. Dermed blir de estimerte salgsinntektene som vist i tabell 10.

År	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Salgsinntekter	95 987 919	100 536 365	105 300 343	110 290 065	115 516 228

Tabell 10 Estimat av salgsinntekter

Andre driftsinntekter

Andre driftsinntekter består av leieinntekter, provisjonsinntekter, gevinst ved realisasjon av anleggsmidler og andre inntekter. Tabell 11 viser utvikling av andre driftsinntekter, samt gjennomsnittlig endring. Det observeres at nivået på andre driftsinntekter varierer, uten at det er mulig å se et klart mønster. Det velges derfor å dele opp andre driftsinntekter i flere poster, for å forstå hvilke poster som varierer mest.

År	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Andre driftsinntekter	3 477 541	3 294 448	3 323 421	3 162 926	2 826 736
% Endring andre driftsinntekter		-5,27 %	0,88 %	-4,83 %	-10,63 %

Gjennomsnittlig årlig endring	**-4,96 %**

Tabell 11 Utvikling av andre driftsinntekter

Som vi ser av tabell 12 har leieinntektene holdt seg relativt stabile frem til 2019. Provisjonsinntektene har også holdt seg relativt stabile, mens andre inntekter er gradvis redusert i perioden. Det er med andre ord gevinst ved realisasjon av anleggsmidler som varierer mest.

År	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Gevinst ved realisasjon AM	181 337	60 688	217 911	55 249	88 203
Leieinntekter	471 788	469 277	463 851	456 442	269 188
Provisjonsinntekter	315 312	344 432	316 572	314 412	315 720
Andre inntekter	2 509 104	2 420 052	2 325 087	2 336 823	2 153 625

Tabell 12 Utvikling av andre driftsinntekter (oppdelt)

På grunn av uregelmessigheter er det utfordrende å estimere andre driftsinntekter til NorgesGruppen. Det er i denne oppgaven valgt å benytte en endring på 0%, da driftsinntektene ikke vil reduseres i all fremtid. På bakgrunn av dette blir estimatet som vist i tabell 13.

År	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Andre driftsinntekter	2 826 736	2 826 736	2 826 736	2 826 736	2 826 736

Tabell 13 Estimat av andre driftsinntekter

6.2 Driftskostnader

Varekostnader

Vi har sett at NorgesGruppen konkurrerer i et marked med hard konkurranse. Få aktører, kombinert med flere produsenter og leverandører gir NorgesGruppen stor makt i forhandlingene. På grunn av selskapets størrelse er flere produsenter avhengig av NorgesGruppen som kunde. I tillegg gjør størrelsen at det er mulig å utnytte seg av stordriftsfordeler, trolig også i fremtiden. Det er med andre ord rimelig å anta en stabil økning av varekostnader også i fremtiden. Tabell 14 viser utviklingen av varekostnader fra 2015 til 2019.

År	2015	2016	2017	2018	2019
Varekostnader	56 162 847	58 596 019	63 298 903	65 148 516	66 706 578
Salgsinntekter	72 746 151	76 867 992	82 308 168	84 649 792	87 499 055
Varekostnad andel av salgsinntekt	77,20 %	76,23 %	76,90 %	76,96 %	76,24 %

Gjennomsnittlig andel	**76,71 %**
Korrelasjon	**0,9972**

Tabell 14 Utvikling av varekostnader

Som man kan observere av tabell 14 er varekostnad som andel av salgsinntekt stabil i årene 2015 til 2019. Den gjennomsnittlige andelen er 76,71%, med en korrelasjon på 99,72%. Det er med andre ord et sikkert mål på varekostnadene. I tabell 15 er estimatet regnet ut basert på de estimerte salgsinntektene.

År	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Varekostnader	73 629 908	77 118 906	80 773 233	84 600 723	88 609 580

Tabell 15 Estimat av varekostnader

Lønnskostnader

Som man kan se av tabell 16 er lønnskostnader som andel av salgsinntekter relativt stabil i perioden 2015 til 2019. Samtidig observeres det at korrelasjonen mellom salgsinntekter og lønnskostnader er høy, noe som taler for at målet er relativt sikkert. Det kan likevel argumenteres for at ny teknologi vil redusere behovet for ansatte og dermed redusere nivået på lønnskostnader. Bruk av roboter i grossistledd, samt selvbetjente kasser taler i denne retningen. Med hensyn på dette mener vi det er grunn til å justere andelen ned med 0,5%. Denne oppgaven benytter seg med andre ord av en gjennomsnittlig andel på 11,81%.

År	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Lønnskostnader	8 884 506	9 854 756	10 049 107	10 301 031	10 637 730
Salgsinntekter	72 746 151	76 867 992	82 308 168	84 649 792	87 499 055
Lønnskostnad andel av salgsinntekt	12,21 %	12,82 %	12,21 %	12,17 %	12,16 %

Gjennomsnittlig andel	**12,31 %**
Korrelasjon	**0,9545**
Korreksjon	**0,50 %**
Andel brukt i estimat	**11,81 %**

Tabell 16 Utvikling av lønnskostnader

Estimert lønnskostnad blir dermed som vist i tabell 17.

År	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Lønnskostnader	11 339 830	11 877 175	12 439 982	13 029 458	13 646 867

Tabell 17 Estimat av lønnskostnader

Andre driftskostnader

Tabell 18 viser utviklingen av andre driftskostnader i perioden 2015 til 2019. Det er utfordrende å finne et godt estimat på andre driftskostnader, men det er valgt å bruke salgsinntekter som utgangspunkt. Basert på disse tallene beregnes et estimat på andre driftskostnader i tabell 19. Dette gjøres ved å multiplisere den gjennomsnittlige andelen med estimerte salgsinntekter.

År	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Andre driftskostnader	6 447 506	6 865 643	7 045 235	7 371 639	5 434 981
Salgsinntekter	72 746 151	76 867 992	82 308 168	84 649 792	87 499 055
Andre driftskostnader andel av salgsinntekter	8,86 %	8,93 %	8,56 %	8,71 %	6,21 %

Gjennomsnittlig andel	**8,25 %**
Korrelasjon	**-0,2230**

Tabell 18 Utvikling av andre driftskostnader

År	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Andre driftskostnader	7 923 650	8 299 117	8 692 376	9 104 269	9 535 681

Tabell 19 Estimat av andre driftskostnader

Avskrivninger og nedskrivninger

Avskrivninger og nedskrivninger er en periodisering av en investering, basert på dens levetid. Behandlingen av postene er kun regnskapsmessige, det vil si at de ikke påvirker utbetalingene direkte. Avskrivninger og nedskrivninger påvirker likevel resultatet, da postene reduserer det skattepliktige resultatet og i neste omgang selskapets skatt (Nesbakk, 2021).

År	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Av- og nedskrivninger	1 847 331	1 825 308	2 116 473	2 151 414	3 753 610
Investeringer	3 212 478	2 669 192	2 507 065	3 638 363	3760145
Av og nedskrivninger andel av investeringer	57,50 %	68,38 %	84,42 %	59,13 %	99,83 %

Gjennomsnittlig andel	**73,85 %**
Korrelasjon	**0,6261**

Tabell 20 Utvikling av av- og nedskrivninger

For å estimere avskrivningene og nedskrivningene for NorgesGruppen tas det utgangspunkt i den gjennomsnittlige andelen av investeringer gjort i årene 2015 til 2019, vist i tabell 20. Den gjennomsnittlige andelen ganges videre med estimerte investeringer for 2021 til 2025. Forklaringen på de estimerte investeringene finnes lenger ned i oppgaven.

År	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Av- og nedskrivninger	2 620 040	2 707 925	2 798 758	2 892 639	2 989 668

Tabell 21 Estimat av av- og nedskrivninger

Inntekt på investeringer i tilknyttede selskaper

Den siste posten under kostnader er inntekt på investering i tilknyttede selskaper. Denne posten varierer mye fra år til år, slik tabell 22 viser. Posten blir plassert under kostnader, da dette er gjort i selskapets årsregnskap. De største selskapene i denne sammenhengen er Bama Gruppen AS og Mahia 17 Aps, tidligere Dagrofa (NorgesGruppen, 2020b).

År	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Inntekt på investering i tilknyttede selskaper	288 598	244 893	-69 451	300 218	472 155
% Endring		-15,14 %	-128,36 %	-532,27 %	57,27 %

Gjennomsnitt	**247 283**
Estimert endring	**15 %**

Tabell 22 Utvikling av inntekt på investeringer i tilknyttede selskaper

Inntekt på investeringer i tilknyttede selskaper er relativt sett en mindre post i regnskapet, men det er her likevel valgt å ta den med i kontantstrømmen. Estimatene er regnet ut ved å ta gjennomsnittet og å øke dette med 15% per år.

År	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Inntekt på investering i tilknyttede selskaper	327 031	376 086	432 499	497 374	571 980

Tabell 23 Estimat av inntekt på investering i tilknyttede selskaper

Merk at de andre kostnadspostene er fremstilt uten minustegn foran, mens denne postens negative inntekter er markert med minus.

6.3 Skatt

Skatte- og avgiftsnivået i Norge fremgår av bestemmelsene i Skatteloven. Det fremgår av bestemmelsene i SSV at skatt på en bedrifts overskudd for inntektsåret 2019 og 2020 er satt til 22% (Regjeringen, 2019). Denne skattesatsen forventes at forblir stabil ved estimering av selskapets fremtidige kontantstrømmer. Det vil i denne oppgaven benyttes en skattesats på 22% i de videre utregningene.

6.4 Arbeidskapital

Varebeholdning

År	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**
Varebeholdning	5 682 146	6 099 483	6 248 931	5 895 922	6 292 072	6 929 327
Driftsinntekter	76 223 692	80 162 440	85 631 589	87 812 718	90 325 791	101 385 071
Varebeholdning andel av driftsinntekter	7,45 %	7,61 %	7,30 %	6,71 %	6,97 %	6,83 %

Gjennomsnittlig andel	**7,15 %**

% Endring i varebeholdning		7,34 %	2,45 %	-5,65 %	6,72 %	10,13 %
% Endring driftsinntekter		5,17 %	6,82 %	2,55 %	2,86 %	12,24 %

Gjennomsnittlig endring varebeholdning	4,20 %
Gjennomsnittlig endring driftsinntekter	5,93%
Korrelasjon	0,8951

Tabell 24 Utvikling av varebeholdning

For å estimere varebeholdningen, kundefordringene og bankinnskuddene ses det på deres historiske andel av driftsinntektene. Varebeholdningens andel av driftsinntekter har et gjennomsnitt på 7,15%. Det observeres at andelen er relativt lik fra år til år med verdier rundt 7%. Endringene i varebeholdningene fra år til år følger endringene i driftsinntekter ganske likt med en korrelasjon på 0,8951. Den gjennomsnittlige endringen i varebeholdningen er på 4,20%, mot en gjennomsnittlig endring i driftsinntektene på 5,93%. Et naturlig estimat vil derfor være at varebeholdningen ligger i området 7% de nærmeste år, litt lavere enn den gjennomsnittlige andelen.

År	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Varebeholdning	6 897 262	7 225 080	7 568 895	7 918 176	8 284 007
Driftsinntekter	98 814 655	103 363 101	108 127 079	113 116 801	118 342 964
Varebeholdning andel av driftsinntekter	6,98 %	6,99 %	7,00 %	7,00 %	7,00 %

Tabell 25 Estimat av varebeholdning

Kundefordringer

År	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**
Kundefordringer	4 715 090	4 529 546	5 124 947	4 717 653	4 901 615	4 568 133
Driftsinntekter	76 223 692	80 162 440	85 631 589	87 812 718	90 325 791	101 385 071
Kundefordringer andel av driftsinntekter	6,19 %	5,65 %	5,98 %	5,37 %	5,43 %	4,51 %

Gjennomsnittlig andel	**5,52 %**

% Endring i kundefordringer		-3,94 %	13,14 %	-7,95 %	3,90 %	-6,80 %
% Endring driftsinntekter		5,17 %	6,82 %	2,55 %	2,86 %	12,24 %

Gjennomsnittlig endring kundefordringer	**-0,33 %**
Korrelasjon	**-0,0785**

Tabell 26 Utvikling av kundefordringer

Kundefordringenes gjennomsnittlige andel av driftsinntektene i perioden 2015-2020 er 5,52%. Endringen i kundefordringene fra år til år varierer i stor grad noe som gjør det utfordrende å skape et godt estimat. Det er svært lav korrelasjon mellom kundefordringene og driftsinntektene, -0,0785. Kundefordringene har en synkende trend gjennom perioden med en gjennomsnittlig endring på -0,33%. I estimatet settes et snitt på 4,5% for kundefordringenes andel av driftsinntektene i de nærmeste år, likt som andelen i siste år, men lavere enn gjennomsnittet. Dette gjøres for å gjenspeile den synkende trenden som er blitt observert de siste årene i de fremtidige prognosene. Samtidig skaper det en økning i den totale verdien av kundefordringer på sikt, da det anses som naturlig at den totale summen på disse vil økes på sikt som følge av økt omsetning.

År	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Kundefordringer	4 456 540	4 661 675	4 876 531	5 101 567	5 337 267
Driftsinntekter	98 814 655	103 363 101	108 127 079	113 116 801	118 342 964
Varebeholdning andel av driftsinntekter	4,51 %	4,51 %	4,51 %	4,51 %	4,51 %

Tabell 27 Estimat av kundefordringer

Bankinnskudd

År	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**
Bankinnskudd	505 027	707 409	1 089 616	1 778 162	1 630 894	2 524 921
Driftsinntekter	76 223 692	80 162 440	85 631 589	87 812 718	90 325 791	101 385 071
Bankinnskuddenes andel av driftsinntekter	0,66 %	0,88 %	1,27 %	2,02 %	1,81 %	2,49 %

Gjennomsnittlig andel	**1,52 %**

% Endring kundefordringer		-3,94 %	13,14 %	-7,95 %	3,90 %	-6,80 %
% Endring driftsinntekter		5,17 %	6,82 %	2,55 %	2,86 %	12,24 %

Gjennomsnittlig endring kundefordringer	**40,77 %**
Korrelasjon	**-0,0784**

Tabell 28 Utvikling av bankinnskudd og kontanter

Den gjennomsnittlige andelen bankinnskudd av driftsinntektene er 1,52%. Andelen har en stigende trend. Det er naturligvis høy korrelasjon mellom utviklingen til bankinnskuddene og utviklingen i driftsinntektene noe som taler for å bruke den gjennomsnittlige andelen i videre prognoser. Samtidig observeres det at bruk av den gjennomsnittlige andelen mest sannsynlig vil gi et for lavt estimat i årene som kommer. Størrelsen på bankinnskuddene går sjelden ned fra et år til et annet (unntak fra 2018 til 2019). For å gjenspeile at det i de fleste år skapes en økning settes andelen i fremtidsprognosene på bankinnskuddene av driftskostnadene på 2,5%, lik andelen i 2020.

År	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Bankinnskudd og kontanter	2 470 366	2 584 078	2 703 177	2 827 920	2 958 574
Driftsinntekter	98 814 655	103 363 101	108 127 079	113 116 801	118 342 964
Bankinnskudd og kontanter andel av driftsinntekter	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %

Tabell 29 Estimat av bankinnskudd og kontanter

Leverandørgjeld

År	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**
Leverandørgjeld	4 671 268	5 542 851	6 094 734	5 438 069	4 918 646	5 125 459
Varekostnad	56 162 847	58 596 019	63 298 903	65 148 516	66 706 578	75 009 685
Leverandørgjeld andel av varekostnad	8,32 %	9,46 %	9,63 %	8,35 %	7,37 %	6,83 %

Gjennomsnittlig andel	**8,33 %**

% Endring i leverandørgjeld		18,66 %	9,96 %	-10,77 %	-9,55 %	4,20 %
% Endring varekostnad		4,33 %	8,03 %	2,92 %	2,39 %	12,45 %

Gjennomsnittlig endring leverandørgjeld	**2,50 %**
Gjennomsnittlig endring varekostnad	**6,02 %**
Korrelasjon	**0,0157**

Tabell 30 Utvikling av leverandørgjeld

For å estimere leverandørgjelden ses det på dens andel i forhold til varekostnadene. Leverandørgjeldens gjennomsnittlige andel av varekostnadene er på 8,33%. Også leverandørgjelden har stor variasjon fra år til år med en gjennomsnittlig økning på 2,50%. Varekostnadene hadde i samme periode en gjennomsnittlig vekst på 6,02% per år. Det observeres en lav korrelasjon på 0,0157. Tilsynelatende har leverandørgjeldens andel av varekostnadene en synkende trend. Som følge av den synkende trenden havner valget på å sette andelen til 7% som estimat i årene som kommer. En del lavere enn den gjennomsnittlige andelen i perioden 2015-2020 for å gjenspeile trenden på sikt.

År	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Leverandørgjeld	5 154 093	5 398 323	5 654 126	5 922 050	6 202 670
Varekostnader	73 629 908	77 118 906	80 773 233	84 600 723	88 609 580
Leverandørgjeld andel av varekostnader	7,00 %	7,00 %	7,00 %	7,00 %	7,00 %

Tabell 31 Estimat av leverandørgjeld

Annen kortsiktig gjeld

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Annen kortsiktig gjeld	7 976 077	6 590 805	7 272 022	8 032 011	10 311 348	10 739 727
% Endring annen kortsiktig gjeld		-17,37 %	10,34 %	10,45 %	28,38 %	4,15 %

Gjennomsnittlig endring annen kortsiktig gjeld	**7,19 %**

Tabell 32 Utvikling av annen kortsiktig gjeld

Annen kortsiktig gjeld vokser i perioden 2015-2020 med 7,19%. Det er ganske store variasjoner fra år til år, med et stort utslag fra 2018 til 2019. Hovedgrunnen til dette er inkludering av leiepost som følge av IFRS16. De første årene med IFRS16 vil resultatet før skatt bli noe lavere på grunn av effekter av renteelementer (NorgesGruppen 2020b, s. 5). Økningen vil være størst i startfasen av IFRS16, dette bekreftes også gjennom utviklingen fra 2019 til 2020. Den gjennomsnittlige økningen anses dermed til å bli for høy til å brukes på sikt. Valget havner på et tall litt lavere enn økningen fra 2019 til 2020 som vekst i kommende år for å gjenspeile at gjelden vil øke, men med noe lavere vekstrate enn de første årene med IFRS. Den årlige økningen settes til 3%.

År	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Annen kortsiktig gjeld	11 061 919	11 393 776	11 735 590	12 087 657	12 450 287

Tabell 33 Estimat annen kortsiktig gjeld

Endelig arbeidskapital

Prognosene ovenfor gir følgende samlet prognose for arbeidskapitalen:

År	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Varebeholdning	6 897 263	7 225 081	7 568 896	7 918 176	8 284 007
Kundefordringer	4 456 541	4 661 676	4 876 531	5 101 568	5 337 268
Bankinnskudd og kontanter	2 470 366	2 584 078	2 703 177	2 827 920	2 958 574
Leverandørgjeld	5 154 094	5 398 323	5 654 126	5 922 051	6 202 671
Annen kortsiktig gjeld	11 061 919	11 393 776	11 735 590	12 087 657	12 450 287
Arbeidskapital	-2 391 842	-2 321 266	-2 241 112	-2 162 044	-2 073 108
Endring arbeidskapital	-549 037	70 576	80 153	79 068	88 936

Tabell 34 Endring arbeidskapital

6.5 Investeringer

År	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**
Driftsinntekter	76 223 692	80 162 440	85 631 589	87 812 718	90 325 791	101 385 071
Investeringer	3 212 478	2 669 192	2 507 065	3 638 363	3760145	3 432 484
Investeringer andel av driftsinntekter	4,21 %	3,33 %	2,93 %	4,14 %	4,16 %	3,39 %
Årlig endring		-16,91 %	-6,07 %	45,12 %	3,35 %	-8,71 %

Gjennomsnittlig andel	**3,69 %**
Gjennomsnittlig årlig endring	**3,35 %**
Korrelasjon	**0,4446**

Tabell 35 Utvikling av investeringer

Netto kontantstrømmer fra investeringsaktiviteter er hentet direkte fra de ulike årenes årsregnskap. Investeringsraten varierer fra år til år, og den gjennomsnittlige utbetalingen til investeringsaktiviteter blir på 3,69% av driftsinntektene i perioden 2015-2020. Den gjennomsnittlige endringen i utbetalinger til investeringer er på 3,35%. Det observer en fallende tendens i andelen investeringer av driftsinntekter. I prognosene benyttes derfor den gjennomsnittlige endringen på 3,35% som videre utvikling i investeringene. Dette gir en gradvis lavere andel som vist i tabell 36 under.

År	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	3 547 622	3 666 621	3 789 613	3 916 730	4 048 110
Driftsinntekter	98 814 655	103 363 101	108 127 079	113 116 801	118 342 964
Kontantstrøm andel av driftsinntekter	3,59 %	3,55 %	3,50 %	3,46 %	3,42 %

Tabell 36 Estimat av investeringer

6.6 Frie kontantstrømmer

Basert på beregningene overfor er det nå mulig å regne ut prognosen for NorgesGruppens fremtidige frie kontantstrømmer, slik som vist i tabellen under.

År	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Salgsinntekter	95 987 919	100 536 365	105 300 343	110 290 065	115 516 228
Andre driftsinntekter	2 826 736	2 826 736	2 826 736	2 826 736	2 826 736
Sum driftsinntekter	**98 814 655**	**103 363 101**	**108 127 079**	**113 116 801**	**118 342 964**
Varekostnader	(73 629 908)	(77 118 906)	(80 773 233)	(84 600 723)	(88 609 580)
Lønnskostnader	(11 339 830)	(11 877 175)	(12 439 982)	(13 029 458)	(13 646 867)
Andre driftskostnader	(7 923 650)	(8 299 117)	(8 692 376)	(9 104 269)	(9 535 681)
Avskrivninger og nedskrivninger	(2 620 040)	(2 707 925)	(2 798 758)	(2 892 639)	(2 989 668)
Inntekt investeringer	327 031	376 086	432 499	497 374	571 980
Sum driftskostnader	**(95 186 396)**	**(99 627 037)**	**(104 271 851)**	**(109 129 715)**	**(114 209 816)**
Driftsresultat	**3 628 259**	**3 736 064**	**3 855 229**	**3 987 086**	**4 133 147**
Skatt (22%)	(798 217)	(821 934)	(848 150)	(877 159)	(909 292)
Resultat etter skatt	**2 830 042**	**2 914 130**	**3 007 078**	**3 109 927**	**3 223 855**
Avskrivninger og nedskrivninger	2 620 040	2 707 925	2 798 758	2 892 639	2 989 668
Endring arbeidskapital	(549 037)	70 576	80 153	79 068	88 936
Kontantstrøm fra drift	**4 901 044**	**5 692 632**	**5 885 990**	**6 081 633**	**6 302 458**
Investeringer	(3 547 622)	(3 666 621)	(3 789 613)	(3 916 730)	(4 048 110)
Frie kontantstrømmer	**1 353 423**	**2 026 010**	**2 096 377**	**2 164 904**	**2 254 348**

Tabell 37 Endelig kontantstrøm

07 Avkastningskrav

Avkastningskravet definerer hvor store kontantstrømmene knyttet til en virksomhet må være for at det skal rettferdiggjøre investeringer i selskapet. Alternativ plassering eller alternativkostnaden er nøkkelord i denne sammenheng. Alternativkostnaden er den forventede avkastning man kan få ved å investere i verdipapirer i samme risikoklasse som det aktuelle selskapet (Allen *et al.*, 2020e). To sentrale modeller i beregningen av avkastningskrav er kapitalverdimodellen (Capital Asset Pricing Model – CAPM) og weigthed average cost of capital (WACC).

7.1 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen gir et mål på avkastningskravet knyttet til selskapets egenkapital og baseres på dets risiko sett i forhold til markedet. Forventninger om avkastning øker lineært med det gjeldende aktivas beta (Allen *et al.*, 2020c). Den beregnes ut ifra følgende formel:

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

Hvor:

r_f = risikofri rente

β = selskapets beta

r_m = markedets risiko

$(r_m - r_f)$ = markedets risikopremie

I de følgende avsnitt vil modellens bestanddeler forklares nærmere og regnes ut.

Risikofri rente

Den risikofrie renta er avkastningen man får på plassering i aktiva som markedet mener er mest risikofritt. Det finnes i utgangspunktet ikke en plassering som er 100% uten risiko, men en del aktiva regnes om tilnærmet risikofrie. Av den årlige undersøkelsen til PwC om markedets risikopremie svarer 57% av respondentene i 2020 at statsobligasjoner med løpetid

på 3-10 år er den beste måten å indikere risikofri rente, hvorav 42% mener at 10 års løpetid er best (PWC, 2020). Det vil derfor benyttes 10-årig norsk statsobligasjon som mål på den risikofrie renta i denne oppgaven. Per 1.mars 2021 er denne på 1,42%.

Beta

Et selskaps betaverdi er et mål på dets markedsrisiko, hvor sensitivt det er i forhold til svingninger i markedet (Allen *et al.*, 2020d). Markedet har en beta på 1 – gjennomsnittet av alle selskaper. Har et selskap beta større enn 1 tenderer det til å ha større svingninger enn markedet. Med en beta mindre enn 1 så svinger den mindre enn markedet. Betaen kan regnes ut ved hjelp av følgende formel:

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

hvor:

σ_{im} = kovarians mellom selskapets og markedets avkastning

σ_m^2 = markedets varians

Utfordringen i å beregne NorgesGruppen beta er at de ikke er børsnoterte. Estimering av beta må derfor gjennomføres på alternative måter. To vanlige måter å finne estimater på er gjennom regresjon og gjennom sammenligning. Gjennom regresjonsvarianten kjører man en regresjonsanalyse av selskapets inntekter opp mot en indeks (for eksempel OSEBX). Inntekter kan hentes fra NorgesGruppens halvårsrapporter. Ulempen er at observasjonene blir for få til å få en god modell. Derfor vil sammenligningsmetoden bli benyttet i denne oppgaven.

Når beta estimeres for et unotert selskap gjennom sammenligning, så vil det første steget i en slik prosess være å finne markedsbetaen for liknende selskaper som er børsnoterte (Damodaran, u.å. b). Verken Reitangruppen eller Coop, som NorgesGruppen har blitt sammenlignet med tidlige, er børsnoterte, og det må derfor ses på markedsbeta for noterte selskaper utenfor Norge. Dette er selvfølgelig ikke optimalt da det vil være forskjeller på tvers av markeder, den estimerte betaen må således ikke sees på som noe mer enn en indikasjon. For å minimere forskjellene vil markedsbeta for liknende selskaper i Europa benyttes.

NorgesGruppen opererer hovedsakelig innen engros-virksomhet (food wholesales) og detaljhandel (retail food and grocery). Damodaran utarbeider årlig en liste over bransjebetaer i ulike markeder, det er fra denne listen «food wholesales» og «retail food and grocery» referansen er hentet fra.

Når man har markedsbetaen, må man korrigere den for gjeldsforskjeller for å finne «unlevered beta» - gjeldskorrigert beta (Mirzayev, 2019). Hentet direkte fra Damodaran (2021a) så er den gjennomsnittlige gjeldskorrigerte beta 0,16 og 0,36. for hhv. engros og detaljhandel. Engros bidrar med 34 milliarder nok og detalj bidrar med 54 milliarder nok i inntekter for NorgesGruppen i året 2019. Vekting av disse tallene for NorgesGruppen settes derfor til 38% for engros og 62% for detaljhandel. Den estimerte gjeldskorrigerte beta for NorgesGruppen blir dermed:

$$\beta_{unlevered} = 38\% * 0{,}16 + 62\% * 0{,}36 = 0{,}284$$

Med disse tallene for estimert gjeldskorrigert beta, vil det neste steget være å tilføye det aktuelle selskapets forventede/ønskede gjeldsgrad (Mirzayev, 2019). Videre, for å finne endelig beta for NorgesGruppen vil det benyttes følgende formel fra Damodaran (Damodaran, u.å. b):

$$\beta_{unoterte\ selskap=}\beta_{unlevered}\big(1 + (1 - skattesats) * (gjeldsgrad)\big)$$

Det ses på den gjennomsnittlige gjeldsgraden i årene 2016-2020:

År	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**Snitt**
Gjeldsgrad	1,2	1,1	1	1,8	1,65	**1,35**

Tabell 38 Gjennomsnittlig gjeldsgrad

I dette tallet er virkningene av IFRS16 tatt med, noe man ser gjennom markant oppgang i gjeldsgraden siste to år. Det velges uansett å bruke den gjennomsnittlige gjeldsgraden på 1,35 i videre beregninger da det antas at virkningene av IFRS 16 er størst i de første årene og vil

reduseres på sikt. Neste steg blir å beregne gjennomsnittlig skattesats, tallene er hentet fra de aktuelle årenes årsrapporter:

År	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**Snitt**
Gjennomsnittlig skattesats	22,1 %	24,8 %	21,2 %	20,2 %	**22,1 %**

Tabell 39 Gjennomsnittlig skattesats

Aksjeselskaper skal i utgangspunktet betale 22% skatt på overskudd (Altinn, 2021). NorgesGruppen finner man en gjennomsnittlig skattesats på 22,1%. Dette synes som en god representasjon på skattekostnadene og brukes i videre beregninger. Avslutningsvis plottes disse tallene inn i formelen for beta:

$$\beta_{NorgesGruppen} = 0{,}284 * (1 + (1 - 0{,}221) * 1{,}35)$$

$$\beta_{NorgesGruppen} = 0{,}5826$$

En beta på 0,5826 virker relativt fornuftig. Det gjenspeiler det faktum at de omstendighetene NorgesGruppen opererer i er svært stabile. Den lave volatiliteten i omsetning var også noe som utmerket seg i regnskapsanalysen. Uansett, hvis man ser på Damodarans lister for gjeldskorrigert beta i tidligere år, ser man at beta for bransjene som er valgt er noe lavere i 2020 enn foregående år. Dette kan ha med å gjøre at pandemien har truffet andre bransjer betydelig hardere. Som følge av dette velges det derfor å justere beta litt opp for å skape en bedre indikasjon på sikt. All beta har en tendens til å nærme seg 1 over tid, av statistiske grunner. Jo større forskjell det er på betaen som er estimert og betaen til markedet, jo større er sannsynligheten for feilmarginer knyttet til den fremtidige betaen (AnalystNotes, 2015). For å justere denne feilmarginen kan man bruke en såkalt Meryll Lynch-tilnærming hvor den estimerte betaen vektes med 2/3 og markedsbetaen vektes med 1/3 for å finne den endelige betaen:

$$\beta_{NorgesGruppen} = \frac{2}{3} * 0{,}5826 + \frac{1}{3} * 1$$

$$\beta_{NorgesGruppen} = 0{,}7217$$

En beta på 0,7217 blir brukt videre.

Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den ytterligere avkastningen markedet forventer av å ta en høyere risiko utover den risikofrie renten. Markedets risikopremie kan også beskrives som forskjellen på avkastningen fra markedsporteføljen og risikofri plassering (Allen *et al.*, 2020a). Av PwC sin undersøkelse så fremkommer det at markedsrisikopremien for det norske markedet er 5%. Denne størrelsen benyttes i kapitalverdimodellen.

Illikviditetspremie

I og med at NorgesGruppen ikke er børsnotert vil aksjen naturligvis være vanskeligere å omsette. Derfor kan det argumenteres for en illikviditetspremie oppå avkastningskravet til egenkapitalen. Illikviditetspåslaget vil variere etter størrelse på selskapet og hvor godt det går. NorgesGruppen er et stort konsern som presterer bra. En undersøkelse gjort av Ibbotson Associates viste at en stor andel av illikviditetspremiene som påslag på egenkapitalavkastningen for mellomstore unoterte selskaper lå i området 3-4% (Damodaran, u.å. c, s.41). Det er for så vidt knyttet en del usikkerhet til dette premiepåslaget og mange fremgangsmåter for å estimere en verdi. For å forenkle det litt tas det utgangspunkt i et påslag som nevnt over, og med tanke på at NorgesGruppen er et så stort konsern som det er, blir det brukt litt skjønn slik at estimatet på illikviditetspremien settes litt lavere, på 2,5%.

Estimat CAPM

Av tallene ovenfor kan CAPM nå estimeres:

$$CAPM_{NorgesGruppen} = 1{,}42\% + 0{,}7217 * 5\% + 2{,}5\%$$

$$CAPM_{NorgesGruppen} = 7{,}5285\%$$

7.2 Weighted Average Cost of Capital

Gjennom utregning av WACC er målet å få et estimat av avkastningskravet på totalkapitalen til selskapet. WACC regnes ut gjennom følgende formel:

$$WACC = r_G(1 - s)\left(\frac{G}{TK}\right) + r_{EK}(\frac{EK}{TK})$$

Hvor:

r_G= gjeldskostnad

r_{EK} = avkastningskrav egenkapital

s = skattesats

$\frac{G}{TK}$ = Gjeld som andel av totalkapital

$\frac{EK}{TK}$ = Egenkapital som andel av totalkapital

Også her blir det en utfordring at NorgesGruppen ikke er børsnotert. Det hentes også her inspirasjon fra Damodaran om hvordan man regner ut kapitalkostnad for unoterte selskaper.

Gjeldskostnad

En måte å estimere gjeldskostnaden på er å regne ut en syntetisk rangering på selskapet, som igjen kan knyttes til «default spread». «Default spread» er et mål på sannsynligheten for at det aktuelle selskapets skal gå konkurs, en slags kredittrisikopremie. Størrelsen på «default spread» adderes med den risikofrie renta for å finne gjeldskostnaden før skatt (Damodaran, u.å. a).

For å finne en syntetisk kredittrangering, regnes først ut diverse nøkkeltall til NorgesGruppen. Allen *et al.* (2020b, s. 623) har utformet en indikasjon på hvilke nøkkeltall som kan beregnes for å skape et estimat på den syntetiske rangeringen. Disse er anslått under:

År	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**Snitt**
Driftsmargin	3,95 %	3,24 %	3,48 %	3,36 %	4,50 %	**3,71 %**
	C	**C**	**C**	**C**	**C**	**C**
Avkastning på eiendeler	8,70 %	7,37 %	7,80 %	5,07 %	7,28 %	**7,24 %**
	Ba	**B**	**Ba**	**C**	**B**	**B**
Gjeld/totalkapital	54,02 %	51,87 %	49,34 %	63,96 %	62,30 %	**56,30 %**
	Ba	**Ba**	**Baa**	**Ba**	**Ba**	**Ba**
Rentedekningsgrad (kontanter)	17,86	13,12	25,76	5,49	4,49830921	13,3456618
	Aa	**Aa**	**Aaa**	**Baa**	**Baa**	**Aa**

Tabell 40 Diverse nøkkeltall

Tallene gir forskjellige utfall i den syntetiske rangeringen, fra C i snitt på driftsmarginen til Aa på rentedekningsgraden. Det observeres at tallene jevnt over faller betydelig fra 2018 til 2019 som følge av IFRS16. Det er naturlig at nøkkeltallene stabiliserer seg på et lavere nivå i årene som kommer som følge av den nye regnskapsstandarden. Som nevnt tidligere er sannsynligvis nedgangen størst i implementeringsfasen av IFRS16. Det vil derfor være naturlig å tenke at tallene vil stabilisere seg på et noe høyere nivå enn det man ser i 2019. Denne indikasjonen bekreftes da de fleste nøkkeltallene styrker seg fra 2019 til 2020. Snittet er i sjiktet Baa (Moodys skala). En vurdering av den syntetiske rangeringen er dog ikke helt «firkantet», tallene er veldig avhengig av bransje. En rangering på Baa er akkurat innenfor hva som sees på som «investment grade». Det er medium rangerte obligasjoner med tilstrekkelig evne til å tilbakebetale renter (Eakins & Mishkin, 2018). NorgesGruppen er uten tvil et solid selskap, en rangering på Baa kan hevdes å være noe lavt. Det benyttes uansett en rangering på Baa til å finne «default spread». Hentet fra Damodaran (2021b) så er en omtrentlig «default spread» på 1,71% for kredittrangeringen. Dette gir til slutt en gjeldskostnad før skatt på:

$$r_G = 1{,}42\% + 1{,}71\%$$

$$r_G = 3{,}13\%$$

Skattesats

Skattesatsen som benyttes i WACC er den samme som ble beregnet over, 22,1%.

Gjeld og egenkapital som andel av totalkapital

I beregningen av gjeld og egenkapital som andel av totalkapital er det vanlig å bruke markedsverdien på gjeld og egenkapitalen for å finne forholdstallene. Siden NorgesGruppen er unotert er ikke dette rett frem. Damodaran foreslår å bruke bransjegjennomsnitt for disse verdiene for å skape en indikasjon. Av Damodaran (2021a) er bransjegjennomsnittet 17,3% egenkapitalandel og 82,7% gjeldsandel for engros, 56,13% egenkapitalandel og 43,87% gjeldsandel for detaljhandel. Hvis disse veies likt som i beregningen av beta får man følgende tall:

$$\frac{EK}{TK} = 38\% * 17{,}3\% + 62\% * 56{,}13\%$$

$$\frac{EK}{TK} = 41{,}37\%$$

$$\frac{G}{TK} = 38\% * 82{,}7\% + 62\% * 43{,}87\%$$

$$\frac{G}{TK} = 58{,}63\%$$

Estimat WACC

Det er nå tilstrekkelig med verdier til å kunne estimere WACC:

$$WACC = 3{,}13\% * (100\% - 22{,}1\%) * (58{,}63\%) + 7{,}5285\% * (41{,}37\%)$$

$$\boldsymbol{WACC = 4{,}544\%}$$

08 Fundamental verdsettelse

8.1 Terminalleddet og nåverdier

Siste estimerte frie kontantstrøm er utgangspunktet for beregning av terminalleddet. Gordons-vekstformel benyttes for å beregne terminalleddet (Finance Management, 2021).

$$\frac{FCF_t \times (1-g)}{r-g} \div (1+g)^{\wedge t}$$

r representerer forventet avkastning, men for utregningen i denne oppgaven benyttes WACC, som ble beregnet tidligere. Da blir formelen slik:

$$\frac{FCF_t \times (1-g)}{WACC-g} \div (1+WACC)^{\wedge t}$$

Hvor FCF_5 = fri kontantstrøm fra 2025e, g = konstant vekstrate og t = periode

Fra de estimerte kontantstrømmene nedenfor fremgår det at FCF_5 = 2 254 348 (i tusen kroner). Vekstraten g er satt til 2%, lik inflasjonsmålet til Norges Bank (Norges Bank, 2021) Dette fordi dagligvarebransjen er knyttet tett til inflasjonen i landet**.** WACC er, som beregnet i kapittelet om avkastningskrav, 4,544%. Terminalleddet blir:

$$\frac{2\,254\,348 \times (1-0{,}02)}{(0{,}04544-0{,}02)} \div (1{,}04544)^{\wedge 5} = 69\,539\,948{,}22\ (tusen\ kroner)$$

Diskontering av de frie kontantstrømmene innebærer å finne den summerte nåverdien for de estimerte årene. Følgende formel benyttes:

$$\sum_{t=0}^{n} \frac{FCF_n}{(1+k)^t}$$

Hvor FCF_n = fri kontantstrøm for periode n, k = avkastningskrav = WACC og t = periode.

Med beregningene unnagjort blir nåverdiene seende slik ut (i tusen kroner):

År	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Nåverdi per år	1 294 596,53	1 853 716,69	1 834 729,52	1 812 350,50	1 805 200,29
Sum nåverdier	8 600 593,52				

Tabell 41 Nåverdi av estimerte kontantstrømmer

8.2 Verdsettelse

Terminalverdi	69 539 948 220
Sum nåverdier	8 600 593 520
Selskapsverdi	78 140 541 740
Rentebærende gjeld (inkl. IFRS 16)	(20 668 368 000)
Verdi egenkapital	57 472 173 740
Antall aksjer	40 000 000
Verdi per aksje	**1 436,80**

Tabell 42 Verdi per aksje (fundamental verdsettelse)

Merk at terminalverdien i tabellen ovenfor er oppgitt i sin sanne størrelse, ikke i tusen kroner. Verdien per aksje blir, etter fratrekk for rentebærende gjeld, lik kr 1 436,80 kroner.

09 Markedsbasert verdsettelse

Denne markedsbaserte verdsettelsen vil sammenligne NorgesGruppen med lignende selskaper i dagligvaremarkedet. Estimeringen av den markedsbaserte verdien foregår ved å bruke multipler: P/E, EV/EBITDA og EV/EBIT.

9.1 Sammenlignbare selskaper

NorgesGruppen har hovedsakelig to sammenlignbare konkurrenter i det norske markedet: Rema 1000 og Coop. Disse aktørene har henholdsvis 23,2% og 29,5% markedsandeler i dagligvarebransjen (Nielsen, 2020). I en multippel-basert verdsettelse er det lurt å benytte seg av børsnoterte selskaper i sammenligningen. Verken Coop eller Rema 1000 er børsnotert, derfor er det i denne oppgaven valgt å sammenligne med utenlandske selskaper:

Ica Gruppen: Fra Sverige, har tidligere operert i det norske markedet og operer hovedsakelig i Sverige og Baltikum (Ica Gruppen, 2020a).
Carrefour: Fra Frankrike, er en enorm internasjonal aktør med over 12 000 butikker fordelt på 30 land verden over (Carrefour, 2020).
Kesko: Fra Finland, operer hovedsakelig i Norden og Baltikum (Kesko, 2020).
Tesco: Fra Storbritannia, ledende aktør i sitt hjemlige marked og tilstedeværende andre steder i verden også. Påvirkes av litt andre makro-faktorer, grunnet Brexit (Tesco, 2021).

Det er helt klart ikke optimalt å sammenligne NorgesGruppen med selskaper fra andre dagligvaremarkeder enn det norske, men mangelen på børsnoterte aktører gjør det nødvendig. Dessuten utsettes aktørene stort sett for de samme makroforholdene, dog med noen forskjeller (for eksempel politisk). At aktørene er fra Europa øker sammenligningsgrunnlaget noe. Tallene nedenfor er hentet fra en finansiell nettside og selskapenes egne årsrapporter: NorgesGruppen (2021b), Carrefour (2020), Carrefour (2021), Kesko (2020), Ica Gruppen (2020ab), Tesco (2020) og MarketScreen (2021abcd). Tallene er oppgitt i lokal valuta.

Selskap	NorgesGruppen	Ica Gruppen	Carrefour	Kesko	Tesco
Valuta	NOK	SEK	EUR	EUR	GBP
Aksjekurs 31/12/19	N/A	437,20	14,95	15,77	323
Antall aksjer	40 000 000	201 147 000	797 808 000	396 354 000	7 685 113 000
Aksjeverdi 31/12/19	N/A	87 941 468 400	11 927 229 600	6 250 502 580	2 483 290 563 690
EV	N/A	108 058''	14 542''	8 983''	24 863''
EBITDA	5 325''	10 193''	4 417''	949''	3 503''
EBIT	3 650''	5 356''	2 088''	462''	2 206''

Tabell 43 Sammenligning av selskaper

9.2 P/E

P/E er står for «Price to Earnings», og regnes ut ved å dele en virksomhets markedsverdi per aksje på resultat per aksje. Raten utrykker troen markedet har på bedriften i forhold til fortjenesten (Investopedia, 2021).

Selskap	P/E
Ica Gruppen	25,60
Carrefour	10,50
Kesko	18,40
Tesco	16,70
Median	17,55
Gjennomsnitt	17,80

Tabell 44 P/E

Det observeres at P/E-raten til Ica Gruppen og Carrefour er noe ulik de øvrige to, men det er såpass små forskjeller i disse verdiene at det ikke anses som grunnlag nok til å fjerne de fra beregningen av gjennomsnittet.

P/E	Sum
Multippel	17,80
* Resultat etter skatt	2 746 000 000,00
= Verdi på EK	48878800000
/ Antall aksjer (per 31.12.2020)	40 000 000,00
= Verdi per aksje	**1 222**

Tabell 45 P/E verdi per aksje

9.3 EV/EBITDA

Ved bruk av EV/EBITDA elimineres variabelen som ellers vil fremkomme på grunn av ulikheter i ned- og avskrivningsplaner. Her må imidlertid netto rentebærende gjeld trekkes fra EV for å finne verdien på EK-en.

Selskap	EV/EBITDA
Ica Gruppen	9,16
Carrefour	3,29
Kesko	9,47
Tesco	7
Gjennomsnitt	7,25

Tabell 46 EV/EBITDA

Foruten Carrefour observeres verdiene til å være ganske like, men også denne verdien er ikke ulik nok hverken de andre verdiene eller gjennomsnittet til å kunne fjernes fra beregningen.

EV/EBITDA	Sum
Multippel	7,25
* $EBITDA_{NorgesGruppen}$ (i NOK)	5 325 000 000
= EV	38606250000
- netto rentebærende gjeld	4 467 000 000
= Verdi på EK	34139250000
/ Antall aksjer	40 000 000
= Verdi per aksje	**853**

Tabell 47 EV/EBITDA verdi per aksje

9.4 EV/EBIT

EV/EBIT er ulik EV/EBITDA i den forstand at avskrivinger er inkludert. Dette gjøres for å ta høyde for investeringsbehovet til selskapene. Dersom det er forskjeller i avskrivningsplanene til selskapene man sammenligner, vil de til en viss grad bli eksponert her (Kaldestad og Møller, 2016, s. 232).

Selskap	EV/EBIT
Ica Gruppen	20
Carrefour	7
Kesko	19
Tesco	7
Gjennomsnitt	13,34

Tabell 48 EV/EBIT

Ved denne multippelen observeres det noe større variasjon i verdiene, men det er nok en gang ikke store nok avvik til at det blir vurdert å fjerne noen av verdiene.

EV/EBIT	Sum
Multippel	13,34
* $EBIT_{NorgesGruppen}$ (i NOK)	3 650 000 000
= EV	48691000000
- netto rentebærende gjeld	4 467 000 000
= Verdi på EK	44224000000
/ Antall aksjer	40 000 000
= Verdi per aksje	**1 106**

Tabell 49 EV/EBIT verdi per aksje

9.5 Oppsummering

Pris ved multippel	Pris per aksje
P/E	1 221,97
EV/EBITDA	854
EV/EBIT	1 105,70
Gjennomsnitt	**1 060,58**

Tabell 50 gjennomsnitt pris per aksje

Det foreligger en spredning i de beregnede prisene per aksje fra de ulike multiplene. Gjennomsnittlig pris er beregnet til kr 1 060,58. Denne prisen forekommer av at NorgesGruppen har et relativt lite antall aksjer sammenlignet med de børsnoterte selskapene. I tillegg kan det nevnes at samtlige selskaper det sammenlignes med har lønnsom drift, og finansiell stabilitet. Det samme kan sies om Coop og Rema 1000, som ville vært de gunstigste selskapene å sammenligne med dersom de hadde vært børsnoterte.

Prisene og verdiene gjelder som nevnt for 2019, og det er naturlig å tro at de ville vært noe annerledes for både 2020 og per dags dato. Å sammenligne prisen per aksje som er funnet her med dagens kurs er ikke mulig da NorgesGruppen ikke er børsnotert. Det er likevel naturlig å anta at den ville vært noe høyere, da dagligvarebransjen opplevde enorm vekst i koronaåret 2020, og utsiktene basert på den strategiske analysen ser lovende ut. Selv om tiden etter 2020 sannsynligvis ikke ville ført til en lik omsetning, vil et godt år være bedre for aksjeprisen til et selskap enn et dårlig år.

Siden sammenligningsgrunnlaget ikke er helt optimalt, slik det ble poengtert ovenfor, er det logisk å ikke vekte denne verdivurderingen like tungt som den fundamentale verdivurderingen.

10 Sensitivitetsanalyse og diskusjon

10.1 Sensitivitetsanalyse

Fra den markedsbaserte verdsettelsen kom det fram en verdi på kr 1 060,58. På grunn av manglende sammenligningsgrunnlag i den markedsbaserte verdsettelsen anses det som fornuftig å vekte denne verdien (kr 1 060,58) mindre enn verdien som er funnet ved fundamental verdsettelse (kr 1 436,80). Vektingsforholdet for verdiene i markedsbasert verdsettelse og fundamental verdsettelse settes til henholdsvis 1/3 og 2/3. Med vektingen blir verdien per aksje kr 1 311,40. Det er klart at den markedsbaserte verdsettelsen trekker den totale verdien ned, mens den fundamentale verdsettelsen trekker den opp. Verdien i den markedsbaserte verdsettelsen er funnet ved å beregne et gjennomsnitt av multiplene P/E, EV/EBITDA og EV/EBIT. Verdiene er henholdsvis kr 1 221,97, kr 854,00 og kr 1 105,70. At verdiene er ulike skyldes blant annet sammenligningsgrunnlaget og datagrunnlaget (for det meste årsrapporter for 2019).

Verdien på kr 1 311,40 er beregnet med et avkastningskrav på WACC = 4,544% og en vekstrate på g = 2%. Hvordan prisene endrer seg med forskjellige avkastningskrav og vekstrater fremgår av tabellen nedenfor. Merk at verdiene allerede er ferdig vektet.

g\WACC	**4,300 %**	**4,400 %**	**4,500 %**	**4,544 %**	**4,600 %**	**4,700 %**	**4,800 %**
1,50 %	1 224,29	1 181,99	1 142,51	1 125,96	1 105,58	1 070,96	1 038,44
1,75 %	1 326,29	1 276,21	1 229,76	1 210,38	1 186,58	1 146,33	1 108,72
2,00 %	1450,46	1 390,05	1 334,47	**1 311,40**	1 283,16	1 235,66	1 191,55
2,25 %	1 604,92	1 530,37	1 462,44	1 434,43	1 400,29	1 343,21	1 290,53
2,50 %	1 802,29	1 707,61	1 622,40	1 587,55	1 545,30	1 475,22	1 411,22

Tabell 51 Sensitivitetsmatrise

Det observeres at når verdien synker når avkastningskravet øker, og verdien synker når vekstraten synker. Motsatt, verdien øker når avkastningskravet synker, og verdien øker når vekstraten øker.

På det meste kan det observeres at WACC-en endrer seg med 0,5% og g-en endrer seg med 1%. Fra disse endringene observeres det at verdiene per aksje forandrer seg betydelig, fra laveste verdi på kr 1 038,44 til høyeste verdi kr 1 802,29. Verdien på aksjen er altså ganske sensitiv til endringer i avkastningskravet og vekstraten.

Ved å forandre de estimerte frie kontantstrømmene for årene 2021-2025 kan man også observere sensitiviteten til aksjen. En endring på ± 50 000 vil gi følgende nåverdier (i tusen kroner):

År	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Nåverdi per år (+ 50 000)	1 342 423,29	1 889 464,65	1 878 489,05	1 854 208,02	1 845 238,48
Sum nåverdier (+ 50 000)	8 819 823,49				
Nåverdi per år (-50 000)	1 246 769,78	1 807 968,72	1 790 969,99	1 770 492,97	1 765 162,10
Sum nåverdier (-50 000)	8 381 363,56				

Tabell 52 Alternative nåverdier

Med kun en liten økning/reduksjon er det klart at summen av nåverdier blir svært ulik, differansen på de frie kontantstrømmene per år er kr 100 000, og differansen på summen er i underkant av kr 500 000. Ved å beregne terminalleddet kan man se forskjellen dette utgjør i verdi per aksje (vektet).

	(+ 50 000)	(- 50 000)
Terminalverdi	71 082 299 890	67 997 597 000
Sum nåverdier	8 819 823 490	8 381 262 560
Selskapsverdi	79 902 123 380	76 378 960 560
Rentebærende gjeld (inkl. IFRS 16)	(20 668 368 000)	(20 668 368 000)
Verdi egenkapital	59 233 755 381	55 710 592 562
Antall aksjer	40 000 000	40 000 000
Verdi per aksje (ikke vektet)	1 480,84	1 392,76
Verdi per aksje (vektet)	**1 340,76**	**1 282,04**

Tabell 53 Alternative aksjeverdier

Endringen i de frie kontantstrømmene utgjør omtrent kr 3 mrd. differanse i terminalleddet, og verdien på aksjene avviker fra den originale verdien, på kr 1 311,40 med i underkant av kr 30. Det er ikke særlig store endringer i den frie kontantstrømmen som skal til for at dette gir utslag i verdien per aksje. Det er altså grunnlag for å si at verdien per aksje er sensitiv for selv små endringer i kontantstrømmen.

10.2 Diskusjon

På bakgrunn av den strategiske analysen og de øvrige kvantitative analysene, finnes det grunnlag for å se lyst på fremtiden til NorgesGruppen. En sterk markedsposisjon og verdikjede, solid økonomi og fokus på bærekraft er momenter som taler for dette. Det er likevel noen momenter som skaper usikkerhet. Mye av denne usikkerheten er knyttet til den pågående koronapandemien, gjennom blant annet økonomisk usikkerhet, endret styringsrente, arbeidsledighet, osv. Dette er momenter som det er tatt høyde for i den strategiske analysen, men det finnes også usikkerhetsmomenter knyttet til de kvantitative analysene.

Et usikkerhetsmoment ved de kvantitative analysene er data- og informasjonsgrunnlaget som er benyttet. Oppgaven baserer seg i all hovedsak på sekundærdata i form av prosessdata, transaksjonsdata og forskningsdata. Denne type data er utformet av andre enn undertegnede, men hvordan disse dataene blir utnyttet kan påvirke oppgaveløsningen på en ugunstig måte. Analysene, for eksempel estimatene for de frie kontantstrømmene, er basert på historiske data fra NorgesGruppens årsrapporter for årene 2015 til 2020. Historiske data har vanskelig for å predikere fremtiden, som betyr at estimatene dermed blir enda et usikkerhetsmoment.

I den markedsbaserte verdsettelsen vil sammenligningsgrunnlaget, valg av multipler og datagrunnlag produsere et usikkerhetsmoment knyttet til verdien per aksje. Endringer i disse faktorene har utslag på verdien, dog ikke i like stor grad som i den fundamentale verdsettelsen, da den fundamentale verdsettelsen vektes tyngre enn den markedsbaserte.

Den fundamentale verdsettelsen er sammensatt av mange ulike variabler, hovedsakelig avkastningskravet (WACC) og vekstraten (g). Avkastningskravet er beregnet gjennom en stegvis prosess, som involverer flere momenter: Risikofri rente, markedets risikopremie, betaverdi og illikviditetspremie. Av sensitivitetsmatrisen observeres det at selv små endringer i WACC fører til at aksjeverdien endres betydelig. Med 0,5% økning i WACC (4,3%-4,8%), endres aksjeverdien fra kr 1 450,46 til kr 1 191,55, når g = 2%. Metoden for å estimere WACC-en til NorgesGruppen inneholder mange usikkerhetsmomenter – kanskje i ekstra stor grad fordi selskapet ikke er børsnotert. Dette øker også sannsynligheten for feilberegninger knyttet til aksjekursen, spesielt om man ser hvor sensitiv den er i forhold til små endringer i WACC.

De to største usikkerhetsmomentene i NorgesGruppens WACC er knyttet til betaen og størrelsen på gjeld og egenkapitalen verdsatt av markedet. Betaen er hovedsakelig hentet gjennom bruk av tall fra liknende børsnoterte selskaper i Europa. Det er ikke gitt at denne er direkte overførbar til NorgesGruppen. NorgesGruppens drift taler uansett for en lav beta, sannsynligvis er det ikke her feilmarginen er størst. Markedsverdsettelsen på gjeld og egenkapitalen er det nok knyttet større usikkerhet rundt. Også denne er estimert gjennom å sammenligne med bransjestandarder i Europa. Konklusjonen på den endelige utregningen av WACC blir i stor grad påvirket av markedsverdien på gjeld og egenkapitalen til selskapet. Større gjeldsgrad medfører større vekting av gjeldskostnaden. Større egenkapital fører til større vekting av CAPM. For NorgesGruppen ville en større anvendt egenkapital i WACC ført til en høyere WACC, da CAPM er høyere enn gjeldskostnaden. Motsatt ville en større anvendt gjeldsgrad i WACC redusert WACC. For eksempel ville en 50/50 vekting av gjeldsgraden og egenkapitalen ført til en WACC på omtrent 5%, noe som ville redusert aksjekursen betraktelig.

Neste usikkerhetsmoment er illikviditetspremien, som legges til oppå egenkapitalavkastningskravet. Denne premien er det benyttet noe skjønn for å komme fram til. At NorgesGruppen ikke er børsnotert taler for å legge til en slik premie, sett ut ifra et investorperspektiv. Men, små endringer i denne premien vil påvirke WACC og dermed aksjeverdien. Et høyere krav til illikviditetspremien vil redusere verdien, og vice versa. Når

man ser alle faktorene som inngår i WACC under ett, er det ikke store endringene i hver enkelt faktor som skal til før dette gir utslag den ene eller den andre veien.

Vekstraten som er benyttet, g = 2%, tilsvarer Norges Banks inflasjonsmål, fordi dagligvarebransje utgjør en så vesentlig del av dette målet (Norges Bank, 2021). Av sensitivitetsanalysen kommer det frem hvordan endringer i denne variabelen påvirker verdien på aksjen. Dersom vekstraten, g, viser seg å endre seg fra 2%, vil dette kunne utgjøre en relativt stor forskjell. Vekstraten er, slik observert av sensitivitetsmatrisen, viktig for verdien per aksje.

Til sist, som et avsluttende moment, er det viktig å trekke frem forfatternes subjektivitet. Med mange timer nedlagt, dedikert til løsning av oppgaven, er det en fare for at undertegnede ikke oppnår ønskelig objektivitet. Dette er selvfølgelig ikke hensikten, men det kan ikke utelukkes at noe slikt har forekommet.

11 Konklusjon

Formålet med oppgaven har vært å komme frem til en verdi av NorgesGruppens aksjer. For å oppnå en så presis verdi som mulig benyttet vi oss av ulike analyseverktøy. Til tross for NorgesGruppens størrelse og de fordelene dette medfører, ble det i den strategiske analysen lagt vekt på at konkurransefortrinnet til NorgesGruppen er midlertidig. Det er viktig å være oppmerksom på konkurransen fra grensehandel, netthandel og fra andre konkurrenter. NorgesGruppen har vært lenge i bransjen, og vi mener derfor det er fornuftig å anta at selskapet vil håndtere slike trusler. I regnskapsanalysen argumenteres det videre for et lavere avkastningskrav, samt stabile og solide kontantstrømmer i årene fremover.

Vi benyttet oss videre av to verdsettelsesmetoder: Diskonterte kontantstrømmer som en del av den fundamentale verdsettelsen og verdsettelse ved hjelp av multipler som en del av den markedsbaserte verdsettelsen. Aksjeverdien blir beregnet til kr 1 436,80 under den fundamentale verdsettelsen, mens verdien under den markedsbaserte verdsettelsen blir satt til kr 1060,58. Den markedsbaserte verdsettelsen baserte seg på tall fra dagligvareselskaper utenfor landets grenser og vektingen av de to aksjeverdiene ble derfor satt til henholdsvis 2/3 og 1/3. Med utgangspunkt i denne vektingen ble den endelige aksjekursen beregnet til kr 1 311,40.

NorgesGruppen er ikke børsnotert og det blir dermed ikke mulig å sammenligne den endelige aksjeverdien med en børsverdi. Vi ser derimot at aksjekursen på kr 1 311,40 er sensitiv mot endringer i vekstraten, WACC og nåverdier. På bakgrunn av dette konkluderes det med at aksjeverdien på kr 1 311,40 er usikker.

Litteraturliste

Aae, E. L. *et al.* (2018) Er tradisjonelle regnskapsnøkkeltall relevante i en "moderne" IFRS-verden? *Magma 0618- fagartikler*, Juni.

Allen, F., Brealey, R. A. & Myers, S. C. (2020a) Portfolio Theory and the Capital Asset Pricing Model. I: F. Allen, R. A. Brealey & M. S. C., red. *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw Hill Education, s. 205.

Allen, F., Brealey, R. A. & Myers, S. C. (2020b) Credit Risk and the Value of Corporate Debt . I: F. Allen, R. A. Brealey & S. C. Myers, red. *Principles of Corporate Finance.* New York: McGraw Hill Education, s. 623.

Allen, F., Brealey, R. A. & Myers, S. C. (2020c) Glossary. I: F. Allen, R. A. Brealey & S. C. Myers, red. *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw Hill Education , s. G-1.

Allen, F., Brealey, R. A. & Myers, S. C. (2020d) Introduction to Risk and Return. I: F. Allen, R. A. Brealey & S. C. Myers, red. *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw Hill Education, s. 186.

Allen, F., Brealey, R. A. & Myers, S. C. (2020e) The Value of Common Stocks. I: F. Allen, R. A. Brealey & S. C. Myers, red. *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw Hill Education, s. 83.

Altinn (2021) *Skatt for aksjeselskap.* Tilgjengelig fra: https://www.altinn.no/starte-og-drive/skatt-og-avgift/skatt/skatt-for-aksjeselskap/ (Hentet: 9. mars 2021).

AnalystNotes (2015) *Subject 6. Practical issues in mean-variance analysis.* Tilgjengelig fra: https://analystnotes.com/cfa-study-notes-practical-issues-in-mean-variance-analysis.html (Hentet: 9. april 2021).

Andersen, E. *et al.* (2019) *Fordelsprogram i dagligvarebransjen.* Bacheloroppgave. Trondheim: Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet. Tilgjengelig fra: https://ntnuopen.ntnu.no/ntnu-xmlui/handle/11250/2601076 (Hentet: 26. mars 2021).

Aronsen, K., Rekdal, K., og Moen, K. (2018) *Handelsrapporten 2017/2018.* Virke Hovedorganisasjonen. Tilgjengelig fra: file:///C:/Users/Bruker2/Downloads/2019_handelsrapporten+Virke2017.pd.pdf (Hentet 16. april 2021).

ASKO Fornybar (u.å.) *ASKO Fornybar AS*. Tilgjengelig fra: https://asko.no/kontakt-oss/vare-asko-selskap/asko-fornybar-as/ (Hentet: 23. februar 2021).

BI (2021) *Norsk kundebarometer.* Tilgjengelig fra: https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/resultater-2020/ (Hentet: 19. februar 2021).

Boye, K. (1983a) *Regnskapsanalyse*. 5. red. Oslo: Tanum-Norli.

Boye, K. (1983b) *Resultatanalyse.* I: K. Boye, red. Regnskapsanalyse. Oslo: Tanum-Norli, p. 32.

Carrefour (2020) *Annual Report: 2019*. Tilgjengelig fra: https://www.carrefour.com/en/newsroom/discover-our-new-annual-report (Hentet: 4. mars 2021).

Carrefour (2021) *Carrefour-share.* Tilgjengelig fra: https://www.carrefour.com/en/finance/carrefour-share (Hentet: 4. mars 2021).

Coop Extra (2019) *Døgnåpen butikk.* Tilgjengelig fra: https://coop.no/extra/om_extra/extra-bogstadveien_dognaapen/ (Hentet: 14. februar 2021).

Damodaran, A. (2021a) *Data: Current*. Tilgjengelig fra: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html (Hentet: 15 april 2021).

Damodaran, A. (2021b) *Ratings, Interest Coverage ratios and Default Spread.* Tilgjengelig fra: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html (Hentet: 15. april 2021).

Damodaran, A. (u.å. a) *Estimating a synthetic rating and cost of debt*. Tilgjengelig fra: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/syntrating.htm (Hentet: 12. mars 2021).

Damodaran, A. (u.å. b) *Estimating the cost of equity for a private* company. Tilgjengelig fra: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/totalbeta.htm (Hentet: 7. mars 2021).

Damodaran, A. (u.å. c) *The cost of Illiquidity*. Tilgjengelig fra: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/illiquidity.pdf?mod=article_inline (Hentet: 15. april 2021).

Eakins, S. G. & Mishkin, F. S. (2018) The Bond Market . I: S. G. Eakins & F. S. Mishkin, red. *Financial Markets and Institutions*. Harlow: Pearson , p. 322.

Ekberg, E. (2021) NorgesGruppen, *Store Norske Leksikon.* Tilgjengelig fra: https://snl.no/NorgesGruppen (Hentet: 23. februar 2021).

Falck, L. (2020) Kun svak vekst for dagligvarekjedene, *Finansavisen.* Tilgjengelig fra: https://finansavisen.no/nyheter/handel/2020/02/13/7497620/dagligvarerapporten-2020-svak-vekst-for-dagligvarebransjen (Hentet: 14. februar 2021).

Feratovic, L. (2020) Dette er regjeringens krisepakker til næringslivet - så langt, *Dagens Næringsliv.* Tilgjengelig fra: https://www.dn.no/makrookonomi/koronaviruset/regjeringen/finansdepartementet/dette-er-regjeringens-krisepakker-til-naringslivet-sa-langt/2-1-789561 (Hentet: 14. februar 2021).

Finance Management (2021) *Terminal Value: Meaning of Terminal Value*. Tilgjengelig fra: https://efinancemanagement.com/investment-decisions/terminal-value (Hentet: 12. april 2021).

Forbrukerrådet (2018) *Slik vil Forbrukerrådet bryte opp skjev dagligvaremakt.* Tilgjengelig fra: https://www.forbrukerradet.no/siste-nytt/slik-vil-forbrukerradet-bryte-opp-skjev-dagligvaremakt/ (Hentet: 22. februar 2021).

Forbrukertilsynet (2021a) *Om Markedsrådet*. Tilgjengelig fra: https://www.forbrukertilsynet.no/lov-og-rett/markedsradets-vedtak/om-markedsradet (Hentet: 12. april 2021).

Forbrukertilsynet (2021b) *Om Forbrukertilsynet*. Tilgjengelig fra: https://www.forbrukertilsynet.no/om-forbrukertilsynet (Hentet: 12. april 2021).

Gisholt, O. (2021) 2021 blir et annerledes år for dagligvarebransjen, *Retailmagasinet*. Tilgjengelig fra: https://retailmagasinet.no/dagligvarebransjen/2021-blir-et-annerledes-ar-for-dagligvarebransjen/662410 (Hentet: 18. februar 2021).

Gjerstad, T., Melgård, M., Oterholm, G. (2020) Nå stenger Norge ned – dette er regjeringens krisetiltak, *Dagens Næringsliv*. Tilgjengelig fra: https://www.dn.no/politikk/erna-solberg/bent-hoie/regjeringen/na-stenger-norge-ned-dette-er-regjeringens-krisetiltak/2-1-772503 (Hentet: 16. april 2021).

Hayes, A. (2020) *Herfindahl-Hirschman Index (HHI)*. Tilgjengelig fra https://www.investopedia.com/terms/h/hhi.asp (Hentet: 10. mars 2021).

Helsedirektoratet (2020) *Utviklingen i norsk kosthold 2020*. (Rapport IS-2963). Helsedirektoratet. Tilgjengelig fra https://www.helsedirektoratet.no/rapporter/utviklingen-i-norskkosthold/Utviklingen%20i%20norsk%20kosthold%202020%20%E2%80%93%20Fullversjon.pdf/_/attachment/inline/1414ae4c-73b8-46e4-a7e1-4d18caca1d54:4bc25080bbead9da0a9119cf678f6cb355d58f0c/Utviklingen%20i%20norsk%20kosthold%202020%20%E2%80%93%20Fullversjon.pdf (Hentet: 10. mars 2021).

Hopland, S., Bach, D. (2018) Slik unngår nordmenn sukkerskatten, *E24*. Tilgjengelig fra: https://e24.no/naeringsliv/i/50p2eX/slik-unngaar-nordmenn-sukkerskatten (Hentet: 19. februar 2021).

Hopland, S. (2020a) Konkurransetilsynet-konklusjon om dagligvarebransjen kommer trolig før jul: Coop bekymret for politikerpress, *E24*. Tilgjengelig fra:

https://e24.no/naeringsliv/i/mBKG8q/konkurransetilsynet-konklusjon-om-dagligvarebransjen-kommer-trolig-foer-jul-coop-bekymret-for-politikerpress (Hentet: 18. februar 2021).

Hopland, S. (2020b) Reitan truer med Coop-samarbeid, *E24.* Tilgjengelig fra: https://e24.no/naeringsliv/i/kRMvKk/reitan-truer-med-coop-samarbeid (Hentet: 13. februar 2021).

Ica Gruppen (2020a) *Annual Report: 2019.* Tilgjengelig fra: https://www.icagruppen.se/globalassets/3.-investerare/5.-rapporter/arkiv---finansiellt/engelska/2020/02.-annual-report-2019/icagruppen-annual-report-2019.pdf/ (Hentet: 4. mars 2021).

Ica Gruppen (2020b) *Share data*. Tilgjengelig fra: https://www.icagruppen.se/globalassets/3.-investerare/5.-aktien/1.-inledning/ica_gruppen_share_data_2019.pdf/ (Hentet: 4. mars 2021).

Innovasjon Norge (2020) *Status reiselivsnæringen*. Tilgjengelig fra: https://assets.simpleviewcms.com/simpleview/image/upload/v1/clients/norway/Status_sommeren_2020__ae6392bc-2274-47f2-a7de-9cae5a367086.pdf (Hentet: 16. februar 2021).

Investopedia (2021) *Price-to-Earnings Ratio – P/E Ratio*. Tilgjengelig fra: https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp (Hentet: 19. april 2021).

Issa, T., Chang, V., og Issa, T. (2010) *Sustainable business strategies and PESTEL framework.* GSTF International Journal on Computing 1 (1): pp. 73-80. Tilgjengelig fra: https://espace.curtin.edu.au/handle/20.500.11937/45566 (Hentet: 12. april 2021).

Jensen, R. (2018) *BDO IFRS.* Tilgjengelig fra: https://www.bdo.no/nb-no/bloggen/bdo-ifrs-in-practice-ifrs-16-leases (Hentet: 16. februar 2021).

Kaldestad, Y., Møller, B. (2016) *Verdivurdering* (2. utgave). Bergen: Fagbokforlaget.

Kaspersen, L., Fadnes, O. (2008) Lidl gir opp i Norge, *Dagens Næringsliv.* Tilgjengelig fra: https://www.dn.no/lidl-gir-opp-i-norge/1-1-1126206 (Hentet: 17. februar 2021).

Kesko (2020) *2019: Kesko Annual Report*. Tilgjengelig fra: https://www.kesko.fi/globalassets/03-sijoittaja/raporttikeskus/2020/q1/kesko_annual_report_2019.pdf (Hentet: 4. mars 2021).

Konkurranseloven (2004) *Lov 5. mars 2004 om konkurranse mellom foretak og kontroll med foretakssammenslutninger*. Tilgjengelig fra: https://lovdata.no/pro/#document/NL/lov/2004-03-05-12?searchResultContext=1292&rowNumber=1&totalHits=1788 (Hentet: 22. april 2021).

Kristoffersen, T. (2019) Lønnsomhet. *I: Årsregnskapet*. Trondheim: Fagbokforlaget, p. 452.

Lindvoll, E. (2017) Ica selger siste rest i Norge, *E24*. Tilgjengelig fra: https://e24.no/naeringsliv/i/wP9gR1/ica-selger-siste-rest-i-norge (Hentet: 17. februar 2021).

Lov om god handelsskikk i dagligvarekjeden (2020) *Lov 17. april 2020 nr. 29 om god handelsskikk i dagligvarekjeden.* Tilgjengelig fra: https://lovdata.no/dokument/LTI/lov/2020-04-17-29 (Hentet 21. april 2021).

Lederkilden (2021) *Balansebaserte metoder*. Tilgjengelig fra: https://www.lederkilden.no/ordliste/balansebaserte-metoder (Hentet: 26. mars 2021).

Lien, L., Knudsen, E., Baardsen, T. (2016) *Strategiboken*. Bergen: Fagbokforlaget.

Lorvik, N. (2020) Lavpriskjedene styrker sin posisjon i dagligvaremarkedet i andre kvartal av 2020, *Nettavisen.* Tilgjengelig fra: https://www.nettavisen.no/okonomi/narbutikkene-taper-lavpriskjedene-vinner/s/12-95-3423992762 (Hentet: 19. februar 2021).

MarketScreen (2021a) *Carrefour (CA)*. Tilgjengelig fra: https://www.marketscreener.com/quote/stock/CARREFOUR-4626/financials/ (Hentet: 4. mars 2021).

MarketScreen (2021b) *Kesko OYJ (KESKOB)*. Tilgjengelig fra: https://www.marketscreener.com/quote/stock/KESKO-OYJ-1412478/financials/ (Hentet: 4. mars 2021).

MarketScreen (2021c) *Ica Gruppen AB (PUBL) (ICA)*. Tilgjengelig fra: https://www.marketscreener.com/quote/stock/ICA-GRUPPEN-AB-6498391/financials/ (Hentet: 4. mars 2021).

MarketScreen (2021d) *Tesco PLC (TSCO)*. Tilgjengelig fra: https://www.marketscreener.com/quote/stock/TESCO-PLC-4000540/charts-historical/ (Hentet: 9. mars 2021).

Meny (2020) *Meny er vekstvinner i 2019*. Tilgjengelig fra: https://meny.no/Om-MENY/pressemeldinger/meny-er-vekstvinner-i-2019/ (Hentet: 19. februar 2021).

Michalsen, G. (2020) Boikotte selvbetjente kasser? Du redder ingen jobber med det, *E24*. Tilgjengelig fra: https://e24.no/naeringsliv/i/awd6z5/boikotte-selvbetjente-kasser-du-redder-ingen-jobber-med-det (Hentet: 17. februar 2021).

Mirzayev, E. (2019) How to Calculate the Beta of a Private Company, *Investopedia*. Tilgjengelig fra: https://www.investopedia.com/articles/personal-finance/050515/how-calculate-beta-private-company.asp (Hentet: 7. mars 2021).

Motvind Norge (2020) *Om Motvind*. Tilgjengelig fra: https://motvind.org/om/ (Hentet: 28. februar 2021).

Nesbakk, L. (2021) Avskrivning, *Store Norske Leksikon*. Tilgjengelig fra: https://snl.no/avskrivning (Hentet: 28. februar 2021).

NHO (2021) *Krisepakker: tiltak for bedrifter*. Tilgjengelig fra: https://www.nho.no/tema/arbeidsliv/koronaviruset/krisepakker-tiltak-for-bedrifter/ (Hentet: 14. februar 2021).

Nibio (2021) *Plantevernmidler som forurensning*. Tilgjengelig fra: https://www.nibio.no/tema/miljo/plantevernmidler-som-forurensning (Hentet: 20. februar 2021).

Nielsen (2020) *Dagligvarefasiten 2020*. Oslo: Nielsen. Tilgjengelig fra: https://dagligvarehandelen.no/sites/default/files/dagligvarefasiten_2020.3.pdf (Hentet: 17. april 2021).

Norges Bank (2020) *Styringsrenten*. Tilgjengelig fra: https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/ (Hentet: 16. februar 2021).

Norges Bank (2021) *Inflasjon.* Tilgjengelig fra: https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Inflasjon/ (Hentet: 9. april 2021).

NorgesGruppen (2020a) *NorgesGruppen: Års- og bærekraftsrapport*. Tilgjengelig fra: https://www.norgesgruppen.no/globalassets/ars-og-barekraftsrapport-2019.pdf (Hentet: 4. mars 2021).

NorgesGruppen (2020b) *Årsregnskap 2019*. Tilgjengelig fra: https://www.norgesgruppen.no/globalassets/finansiell-informasjon/arsregnskap-2019.pdf (Hentet: 4. mars 2021).

NorgesGruppen (2021a) *Leverandør til NorgesGrupppen*. Tilgjengelig fra: https://www.norgesgruppen.no/muligheter/leverandor-til-norgesgruppen/ (Hentet: 14. februar 2021).

NorgesGruppen (2021b) *Finansielle nøkkeltall*. Tilgjengelig fra: https://www.norgesgruppen.no/finans/finansielle-nokkeltall/ (Hentet: 4. mars 2021).

NorgesGruppen (u.å. a) *Dette er NorgesGruppen*. Tilgjengelig fra: https://www.norgesgruppen.no/om-oss/dette-er-norgesgruppen/ (Hentet: 14. februar 2021).

NorgesGruppen (u.å. b) *Bærekraftig og klimanøytral.* Tilgjengelig fra: https://www.norgesgruppen.no/barekraft/ (Hentet 23. februar 2021).

NorgesGruppen (u.å. c) *Bærekraft og ESG*. Tilgjengelig fra: https://www.norgesgruppen.no/barekraft/esg/ (Hentet: 18. februar 2021).

Oslo Economics (2017) *Etableringshindringer i dagligvaresektoren*. Oslo: Oslo Economics, p. 29

Porter, M. (2008) *The five competitive forces that shape strategy*, Harvard Business Review, 86 nr. 1, p. 78-93

proff.no (2021) *NorgesGruppen ASA.* Tilgjengelig fra: https://www.proff.no/nokkeltall/norgesgruppen-asa/oslo/hovedkontortjenester/IDK1OQI10NZ/ (Hentet: 14. februar 2021).

PWC (2020) *Risikopremien.* Tilgjengelig fra: https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html (Hentet: 2. mars 2021).

Regjeringen (2019) *Skattesatser 2020.* Tilgjengelig fra https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2020/id2671009/ (Hentet: 8. april 2021).

Regjeringen (2020a) *Norge forsterker klimamålet for 2030 ti minst 50 prosent og opp mot 55 prosent.* Tilgjengelig fra: https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/norge-forsterker-klimamalet-for-2030-til-minst-50-prosent-og-opp-mot-55-prosent/id2689679/ (Hentet: 28. februar 2021).

Regjeringen (2020b) *Hvordan kan vi tilpasse oss klimaendringene*. Tilgjengelig fra: https://www.regjeringen.no/no/tema/klima-og-miljo/klima/innsiktsartikler-klima/klimatilpasning/id2344803/ (Hentet: 28. februar 2021).

Sarsby, A. (2016) *SWOT Analysis: A guide to SWOT for business studies students*. England: Leadership Library.

Scott, G. (2020) Porter's 5 Forces, *Investopedia.com.* Tilgjengelig fra: https://www.investopedia.com/terms/p/porter.asp (Hentet: 11. april 2021).

Skatteetaten (2021) *Merverdiavgift*. Tilgjengelig fra: https://www.skatteetaten.no/satser/merverdiavgift/ (Hentet: 14. februar 2021).

snl.no (2014a) *Rentabilitet.* Tilgjengelig fra: https://snl.no/rentabilitet (Hentet: 11. februar 2021).

snl.no (2014b) *Likviditet*. Tilgjengelig fra: https://snl.no/likviditet (Hentet: 17. februar 2021).

snl.no (2020) *Kortsiktig gjeld*. Tilgengelig fra: https://snl.no/kortsiktig_gjeld (Hentet: 16. februar 2021).

SSB og Nielsen (2020) *Dagligvare- og serveringsmarkedet 2020*. Tilgjengelig fra: https://www.norgesgruppen.no/globalassets/faktaark/dagligvare--og-serveringsmarkedet-2020.pdf (Hentet: 13. februar 2021).

SSB (2015) *Matvarer – en stor og viktig norsk industri*. Tilgjengelig fra: https://www.ssb.no/energi-og-industri/artikler-og-publikasjoner/matvarer-en-stor-og-viktig-norsk-industri (Hentet: 22. april 2021).

SSB (2021) *Grensehandel*. Tilgjengelig fra: https://www.ssb.no/grensehandel (Hentet: 26. februar 2021).

Sæter, S. (2021) Kraftig salgsvekst for Vinmonopolet i 2020, *E24.* Tilgjengelig fra: https://e24.no/norsk-oekonomi/i/jBOma9/kraftig-salgsvekst-for-vinmonopolet-i-2020 (Hentet: 20. februar 2021).

Tesco (2020) *Tesco: Serving shoppers a little better every day. Annual Report and Financial Statements 2019.* Tilgjengelig fra: https://www.tescoplc.com/media/476423/tesco_ar_2019.pdf (Hentet: 9. mars 2021).

Vanebo, O. H. (2021) ASKO har fått vindkraft-motstandere på nakken, *Retailmagasinet.no.* Tilgjengelig fra: https://retailmagasinet.no/asko-miljovern-vindkraft/asko-har-fatt-vindkraft-motstandere-pa-nakken/670972 (Hentet: 28. februar 2021).

Vinmonopolet (2021) *Vinmonopolets salgstall*. Tilgjengelig fra: https://www.vinmonopolet.no/salgstall (Hentet: 20. februar 2021).

visma.net (2021a) *Likviditetsgrad 2*. Tilgjengelig fra: https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-quick-ratio.htm (Hentet: 19. februar 2021).

visma.net (2021b) *Gjeldsgrad*. Tilgjengelig fra: https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-debt-to-equity-ratio.htm (Hentet: 17. februar 2021).

visma.no (2021c) *Driftsresultat: Hva er et driftsresultat?* Tilgjengelig fra: https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/d/driftsresultat/ (Hentet: 16. februar 2021).

Wifstad *et al.* (2018) Konkurranse i dagligvaremarkedet – konkurranse i alle ledd. *(Menon-publikasjon nr. 33/2018).* Oslo: Menon Economics. Tilgjengelig fra: https://www.regjeringen.no/contentassets/4c26f095eaaa4f9c9d001762f78bcc72/virke-dagligvare---vedlegg.pdf?uid=Virke_Dagligvare_-_vedlegg.pdf (Hentet: 23. februar 2021).

NTNU

Kunnskap for en bedre verden