

Jacob Svennevig Thuv
Kristian Jakobsen
Åsmund Jakobsen

Verdsettelse av Orkla ASA

Valuation of Orkla ASA

Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon
Veileder: Johannes Mauritzen

April 2022

Jacob Svennevig Thuv
Kristian Jakobsen
Åsmund Jakobsen

Verdsettelse av Orkla ASA

Valuation of Orkla ASA

Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon
Veileder: Johannes Mauritzen
April 2022

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

Forord

Dette er en avsluttende bacheloroppgave i økonomi og administrasjon med fokusområde finansiell styring ved NTNU Handelshøyskolen. Oppgaven gir 7,5 studiepoeng og vurderingsformen av oppgaven er bestått / ikke bestått. Oppgaven står i sin helhet på forfatterne sin regning og reflekterer på ingen måte NTNU som institusjon.

Oppgaven har fordret at vi benytter kunnskap vi har opparbeidet i ulike fag og fagområder på studiet. Vi har derfor fått bruk for mye av det vi har lært de siste årene i denne avsluttende oppgaven – noe som har vært lærerikt.

Vi vil også takke vår veileder, Johannes Mauritzen, for gode råd og konstruktive tilbakemeldinger i arbeidet med oppgaven.

Sammendrag

Denne bacheloroppgaven har som mål å finne verdien på Orkla ASA per 31.12.2020.

Oppgaven består i hovedsak av 3 analyser; en strategisk analyse, en regnskapsanalyse og en finansiell analyse. Den første delen av oppgaven ser på motivasjonen vår til å verdsette Orkla, samt; problemstilling, avgrensning og oppbyggingen av oppgaven.

Del to av oppgaven er en selskaps- og bransjebeskrivelse og ser blant annet på Orkla sin historie, geografi og virksomhetsoppbygging hvor vi tar et dypere dykk i de enkelte forretningsområdene. Videre ser vi på selskapets virksomhet, aksjer, eiere, selskapets mål og visjoner samt konkurrenter og bransjen Orkla opererer i generelt.

Del tre av oppgaven består av en strategisk analyse, hvor det gjennomføres en intern analyse som benytter seg av VRIO-modellen og en ekstern analyse som benytter seg av Porters fem konkurransekrefter og en PESTEL-analyse. Dette oppsummeres så i en SWOT-analyse. Oppsummert er resultatene av den strategiske analysen at Orklas styrker er knyttet til deres merkevarer og fokus på utvikling hos de ansatte, mens den største svakheten er at forbrukerne i liten grad er kjent med hvilke merkevarer som inngår i Orklas portefølje – dette er en svakhet særlig ved innføring av nye produkter eller oppkjøp av merkevarer. Orklas fokus på bærekraft utgjør en stor mulighet da dette er med på å posisjonere selskapet for fremtiden, og ligge i forkant av utviklingen. Selskapets hovedtrussel er dagligvarekjedenes egne merkevarer, som har økt i popularitet de siste årene.

Del fire av oppgaven er en regnskapsanalyse hvor det er beregnet nøkkeltall fra Orkla sitt balanse- og resultatregnskap, noe som danner grunnlag for den fundamentale verdsettelsen senere. Det konkluderes her med at økonomien til Orkla er tilfredsstillende. Det er likevel viktig å trekke frem at både likviditetsgrad 1 og 2 ligger under de anbefalte nivåene, og at resultatmarginen har hatt en noe negativ trend de siste fem årene.

Den femte delen av oppgaven er består av den fundamentale verdsettelsen og markedsverdsettelsen. Den fundamentale verdsettelsen baserer seg på prognoser av fremtidige kontantstrømmer avledet fra regnskapsanalysen. Den fundamentale verdsettelsen kom frem til en aksjekurs på 90,18 kr og en markedsverdi på 90 308 millioner kr per 31.12.2020. Den markedsbaserte verdsettelsen sammenligner multiplene til Orkla med sammenlignbare selskaper. Hovedkonklusjonen i den markedsbaserte verdsettelsen er at Orkla er noe underpriset da markedsverdien basert på multipler ligger godt over den reelle markedsverdien for tre av fire multipler.

Oppgaven avsluttes så med kritikk av de tidligere nevnte analysene hvor vi presiserer usikkerheter rund hver av analysene og hvordan det påvirker gyldigheten og påliteligheten til oppgaven.

Abstract

The purpose of this bachelor's thesis is to find the value of Orkla ASA per 31.12.2020. The thesis consists mainly of three analyzes used to value the company, the three analyzes are a strategic analysis, an accounting analysis, and a financial analysis.

Initially the thesis looks at our motivation to value Orkla, some delimitations, and the structure of the thesis. Thereafter the thesis briefly presents Orkla, the company's history including its field of business.

The third part of the thesis consists of the strategic analysis, which focuses on internal and external conditions that may affect Orkla. The strategic analysis includes a VRIO-Model, Porter's Five Forces, and a PESTEL-analysis. The findings from these models are then summarized in a SWOT-analysis. The analysis finds that Orkla's strengths are their brands and focus on employee development, while the greatest weakness of the company is that consumers are not very familiar with which brands are part of Orkla's portfolio – which is a weakness especially when introducing new products or when they are acquiring new brands. Orkla's focus on sustainability make up a great opportunity because this is positioning the company for the future and keeps it ahead of developments. Orkla's main threat is the grocery chains' own brands, which have increased in popularity in recent years.

The fourth part of the thesis is an accounting analysis that looks at key figures from Orkla's income statement and the balance sheet, which forms the basis for the fundamental valuation later. The accounting analysis concludes that Orkla has satisfactory economics. Nevertheless, it is important to point out that both current- and quick ratio is below the recommended levels, and that the profit margin has had a somewhat negative trend over the past five years.

The fifth part of the thesis contains a fundamental valuation and a market-based valuation. The fundamental valuation is based on forecasts of future cash flows derived from the accounting analysis. The fundamental valuation reaches the conclusion that Orkla's share price is NOK 90,18 and the market value of the company is NOK 90 308 million as of 31.12.2020. The market-based valuation compares Orkla's multiples with comparable

companies. The main conclusion of the market-based valuation is that Orkla is somewhat underpriced as the market value based on multiples is above the real value for three out of four multiples.

The thesis is completed by critics of the three analyses, where uncertainty about the analyses is clarified and discussed.

Innholdsfortegnelse

Forord	1
Sammendrag	2
Abstract	3
Figurliste	7
Tabelliste	7
1 Innledning.....	8
1.1 Motivasjon.....	8
1.2 Problemstilling.....	8
1.3 Avgrensning.....	8
1.4 Oppbygning	9
2 Selskaps- og bransjebeskrivelse	10
2.1 Historie	10
2.2 Geografi	10
2.3 Orklas virksomheter	11
2.4 Ledelse og virksomhet.....	12
2.5 Aksjer og eiere	13
2.6 Mål og visjoner	14
2.7 Konkurrenter og bransjen	15
3 Strategisk analyse	16
3.1 Intern analyse	16
3.1.1 VRIO-modellen	16
3.2 Ekstern analyse.....	21
3.2.1 Porters fem konkurransekrefter.....	21
3.2.2 PESTEL	25
3.3 SWOT-analyse.....	31
3.3.1 Styrker	31
3.3.2 Svakheter	32
3.3.3 Muligheter	32
3.3.4 Trusler.....	32
4 Regnskapsanalyse	34
4.1 Resultatregnskap	34
4.2 Balanse	35
4.3 Lønnsomhet.....	36
4.3.1 Resultatmargin	36
4.3.2 Totalkapitalrentabilitet.....	37

4.3.3 Egenkapitalrentabilitet før skatt	38
4.4 Finansiering	39
4.4.1 Arbeidskapital.....	39
4.4.2 Finansieringsgrad 1.....	40
4.5 Soliditet	41
4.5.1 Egenkapitalandel	42
4.5.2 Gjeldsgrad.....	43
4.6 Likviditet	43
4.6.1 Likviditetsgrad 1 og 2.....	44
4.7 Oppsummering regnskapsanalyse	45
5 Finansiell analyse.....	46
5.1 Fundamental verdsettelse.....	46
5.1.1 Diskontert kontantstrømmetode	46
5.1.2 Avkastningskrav.....	46
5.1.3 Estimert kontantstrøm	49
5.1.4 Estimert verdi	53
5.2 Markedsbasert verdsettelse.....	55
5.2.1 Sammenlignbare selskaper	55
5.2.2 Price to earnings (P/E).....	56
5.2.3 EV / EBITDA.....	57
5.2.4 EV / EBIT	58
5.2.5 Price to Book value (P/B).....	59
5.2.6 Oppsummering av markedsbasert verdsettelse	60
5.3 Sensitivitetsanalyse	62
5.3.1 Avkastningskrav.....	62
5.3.2 Vekstfaktor (g).....	63
6 Kritikk.....	64
6.1 Strategisk analyse.....	64
6.2 Regnskapsanalyse.....	64
6.3 Finansiell analyse.....	65
6.3.1 Fundamental verdsettelse.....	65
6.3.2 Markedsbasert verdsettelse.....	65
7 Konklusjon	66
8 Litteraturliste.....	67

Figurliste

Figur 1 Orklas "Code of Conduct"	12
Figur 2 Geografisk fordeling av aksjonærer	13
Figur 3 Resultatmargin	36
Figur 4 Totalkapitalrentabilitet.....	37
Figur 5 Egenkapitalrentabilitet før skatt	39
Figur 6 Arbeidskapital.....	40
Figur 7 Finansieringsgrad 1.....	41
Figur 8 Egenkapitalandel	42
Figur 9 Gjeldsgrad.....	43
Figur 10 Likviditetsgrad 1 og 2.....	44
Figur 11 Price-to-Earnings (P/E)	56
Figur 12 EV/EBITDA	58
Figur 13 EV/EBIT	59
Figur 14 Price-to-Book value (P/B)	60
Figur 15 Estimerte markedsverdier basert på multipler	61

Tabelliste

Tabell 1 Oppsummering av intern analyse.....	20
Tabell 2 Skattesatser i Norden og Baltikum	26
Tabell 3 Resultatregnskap	34
Tabell 4 Balanse.....	35
Tabell 5 Resultatmargin.....	36
Tabell 6 Totalkapitalrentabilitet.....	37
Tabell 7 Egenkapitalrentabilitet før skatt.....	38
Tabell 8 Arbeidskapital	40
Tabell 9 Prosentvis endring i omløpsmidler og kortsiktig gjeld sammenlignet med foregående år.....	40
Tabell 10 Finansieringsgrad 1	41
Tabell 11 Egenkapitalandel	42
Tabell 12 Gjeldsgrad	43
Tabell 13 Likviditetsgrad 1 og 2	44
Tabell 14 Egenkapitalandel, gjeldsandel og rentenivå	49
Tabell 15 Historiske og estimerte driftsinntekter	50
Tabell 16 Historiske og estimerte driftskostnader	51
Tabell 17 Historiske og estimerte netto investeringer	51
Tabell 18 Historiske og estimerte avskrivninger	52
Tabell 19 Estimert endring i arbeidskapital.....	52
Tabell 20 Estimert verdi av Orkla ASA	54
Tabell 21 Oppsummering multipler	61
Tabell 22 Estimerte markedsverdier basert på multipler	61
Tabell 23 Sensitivitetsanalyse WACC.....	62
Tabell 24 Sensitivitetsanalyse vekstfaktor (g)	63

1 Innledning

1.1 Motivasjon

Vi valgte å verdsette Orkla ASA i og med at det er et av de mest innflytelsesrike allmennaksjeselskapene i Norge. Orkla har over de siste 10 årene vist en motivasjon og en evne til å utvikle seg både teknologisk og samfunnsmessig, noe som gjør det interessant å gå mer i dybden i Orkla. Orkla har over 21.000 ansatte noe som gjør det til et av landets største private arbeidsgivere, og dermed en viktig aktør i norsk samfunn og arbeidsliv. Etter å ha gått litt inn i Orklas historie og organisasjon, blir det spennende å gå mer i dybden ved bruk av ulike teorier og analyser. Våre tilegnede kunnskaper de siste årene vil da kunne anvendes praktisk, noe vi ser fram til.

Vi har tro på at Orkla kommer til å være en sentral virksomhet i norsk næringsliv i årene fremover, og det er derfor interessant å verdsette nettopp Orkla.

1.2 Problemstilling

Formålet med denne oppgaven er å komme fram til en markedsverdi for Orkla ASA.

Problemstillingen vi dermed skal forsøke å besvare er derfor som følger:

Hva er markedsverdien til Orkla ASA per 31.12.2020?

1.3 Avgrensning

Oppgaven vil forsøke å komme fram til en verdsettelse av Orkla ved utgangen av 2020 som følge av at årsrapporten for 2021 ikke var publisert da denne oppgaven ble påbegynt.

Oppgaven benytter seg av regnskapsdata for perioden 2016-2020, og estimerer kontantstrømmer for årene 2021 til og med 2025.

Orkla er et stort konsern med virksomhet i mange land, men hovedfokuset i denne oppgaven vil ligge på Norge da en stor andel av Orklas inntekter kommer fra nettopp Norge. Dette er gjort for å avgrense oppgavens omfang.

En stor del av kildegrunnet i oppgaven er hentet fra Orklas egne årsrapporter og andre sekundærkilder. Denne oppgaven er således basert på sekundærdata.

1.4 Oppbygning

Oppgaven vil starte med en introduksjon av Orkla som selskap, og inkluderer deres historie, dagens virksomhet og bransjen det opererer i. Dette etterfølges av en strategisk analyse av Orklas interne og eksterne omgivelser. I denne delen vil analysene som benyttes være VRIO-modellen, Porters femkraftsmodell og PESTEL-modellen. Dette vil så resultere i en oppsummering gjennom en SWOT-analyse hvor Orklas styrker, svakheter, trusler og muligheter vurderes.

Oppgavens fjerde del består av en regnskapsanalyse hvor nøkkeltall relatert til vurderingen av selskapets lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet presenteres og vurderes. Dette vil så bli etterfulgt av en finansiell analyse i tre deler hvor Orklas markedsverdi vil bli forsøkt estimert. I den første delen vil det bli anvendt diskontert kontantstrømmetode, mens det i den andre delen foretas en markedsbasert analyse. Denne delen av oppgaven avsluttes så med en sensitivitetsanalyse

Til slutt vil det bli fremsatt kritikk ved oppgavens ulike deler, etterfulgt av en avsluttende konklusjon.

2 Selskaps- og bransjebeskrivelse

2.1 Historie

Orkla startet som et rent gruveselskap i 1654 på Løkken Verk hvor selskapet drev med kopperkisgruvevirksomhet og regnes derfor som et av de eldste storselskapene i Norge. I 1904 ble nye Orkla grunnlagt som Orkla Grube-Aktiebolag, det nye selskapet ville utvinne svovel til blant annet produksjonen av Cellulose til papirindustrien, kunstgjødsel og sprengstoff (Bryhn og Gram, 2019).

Etter første verdenskrig hadde Orkla blitt til Norges største gruveselskap og i årene etter satset selskapet stort på metallurgisk forskning. Noe som resulterte i at de utviklet Orkla-Prosessen en prosess hvor rent svovel utvinnes fra svovelkis. Gjennom 1900-tallet gjør Orkla flere investeringer blant annet i Norsk Hydro og gjennom første halvdel av 1970-tallet kom Orklas største verdi fra aksjeporteføljen deres (Orkla, 2022f).

I de senere delene av 1900-tallet blir gruvedrift mindre lønnsomt og I 1986 går Orkla inn for å endre sitt kjerneområde fra gruvedrift til merkevarer, kjemi og finansielle investeringer, dette skjer etter en fusjon med Borregaard. Denne endringen trer for fullt i kraft året etter i 1987 hvor dørene på Løkken Verk stenges for siste gang og Orkla som vi kjenner det i dag begynner å ta form. I årene etter 1987 skjer det flere storsatsinger mot å bli en kjent merkevarebedrift. I 1991 fusjonerer Orkla med Nora Industrier og danner basisen for merkevarsatsingen sin i Norden. I 1995 overtar Orkla Procordia Food og Abba Seafood og i 1997 tar Orkla over 100% av aksjene i Pripps Ringnes (Orkla, 2022f).

2.2 Geografi

I dag er Orkla med sine over 21.000 ansatte blitt til det ledene merkevarselskapet i Baltikum og Norden. 49% av salgsinntektene til Orkla kommer fra Norge og Norden, 5% kommer fra Baltikum, 23% kommer fra Øvrige Europa og 4% fra de resterende landene i verden, hvorav Orkla har sterke posisjoner innenfor utvalgte produktgrupper i India (Orkla, 2021, s. 11).

2.3 Orklas virksomheter

Virksomheten til Orkla inkluderer Orkla Foods, som står for størstedelen av inntektene til Orkla etterfulgt av Orkla Food Ingredients, Orkla Confectionery & Snacks, Orkla Care, Orkla Consumer Investments og Industrial & Financial Investments (Orkla, 2021, s.22).

Orkla Foods tilbyr merkevarer til konsumenter i Norden, Baltikum, Sentral-Europa og India, og står for brorparten av Orklas salgsinntekter. Produktene til Orkla Foods selges hovedsakelig gjennom dagligvarehandelen, men Orkla Foods tilbyr også mange produkter gjennom kiosker, bensinstasjoner og storhusholdninger. Blant de mest kjente merkevarene til Orkla Foods i Norge finner man; Grandiosa, Toro, Stabburet og Fun Light. Stadig større andel av Orkla Foods salgsinntekter kommer fra grønne produkter, noe som har bidratt til en vekst på 3,7% og driftsinntekter på 47,1 mrd kr i 2020 (Orkla, 2021, s. 13).

Orkla Confectionery & Snacks Norge ble etter en sammenslåing med Nidar, Kims og Sætre etablert i 2013, og er i dag med salgsinntekter på 7,2 mrd. den største leverandøren av produkter i godteri, snacks og kjeksmarkedet i Norge (Orkla, 2022e). Med sterke merkevarer som Kims, Nidar, og OWL har Orkla Confectionery & Snacks flere sterke nummer en og nummer to posisjoner i godteri-, kjeks- og snacksmarkedet. Dette gjelder spesielt i Norge og Norden da over 78% av salgsinntektene til Orkla Confectionery & Snacks kommer derfra. Videre kommer 16% av inntektene fra Baltikum og 6% fra øvrige verden og Europa (Orkla, 2021, s. 14).

Orkla Care står for 15% av salgsinntektene til Orkla (Orkla, 2021, s. 15). Under Orkla Care er de to største forretningsenhetene Orkla Home & Personal Care som er veletablerte innen vasking og personlig hygiene markedet, og Orkla Health med merkevarer innenfor kosttilskudd, sportsnæring og vektkontroll. Orkla Care driver også flere nettbutikker som Gymgrossisten og Bodystore. I tillegg er Orkla Care markedsleder innenfor sårpleie og førstehjelp i flere europeiske land. Med over 2000 ansatte hadde Orkla Care driftsinntekter på om lag 6,9 mrd i 2020. 33 % av Orkla Care sine salgsinntekter kommer fra Norge, 42 % kommer fra øvrige Norden og 18 % kommer fra øvrige land i Europa (Orkla, 2021, s. 15).

Orkla Food Ingrediens er den andre største divisjonen under Orkla etter Orkla Foods, og står for 22% av salgsinntektene til Orkla. Kun 11% kommer fra Norge, mens hele 84% kommer fra Norden og øvrige land i Europa. Orkla Food Ingredients produserer, selger og distribuerer ingredienser til bakeri og iskremmarkedet i over 20 land. Orkla Food har derfor en større

andel industrielle kunder noe som resulterer i lavere driftsmarginer enn de andre forretningsområdene til Orkla (Orkla, 2021, s. 16).

Orkla Consumer & Financial Investment ble etablert i 2019 og er splittet i to deler; Orkla «Consumer Investments» og «Industrial & Financial Investments». Til sammen så står de for 9 % av Orkla sine samlede salgssinntekter, hvorav majoriteten av inntektene kommer fra Norge og Norden på til sammen 77 %, og de resterende 23 % kommer fra øvrige land i Europa (Orkla, 2021, s. 17). Orkla Consumer Investments har merker som Orkla House Care og Pierre Robert Group under paraplyen sin, mens «Industrial & Financial Investments» har investeringer som strekker seg utover merkevarer som Jotun, Hydro Power, Orkla eiendom og Orkla Ventures (Orkla, 2021, s. 17).

2.4 Ledelse og virksomhet

Orkla ønsker gjennom god Corporate Governance å oppnå langsiktig verdiskapning for aksjonærer, ansatte og samfunnet. Ifølge årsrapporten deres er åpenhet, ansvarlighet, transparens og likebehandling faktorer som er viktig for selskapet og underbygger deres tillit. Orkla ønsker å bidra til en bærekraftig samfunnsutvikling ved bruk av ansvarlig forretningsdrift, systematisk forbedring i relasjon til miljø, klima, energi og investeringer i forretningsprosjekter som kan skape positive ringvirkninger for samfunnet. Dette underbygges av Orklas «Code of Conduct» og selskapets virksomhet vist under (Orkla, 2021, s. 41 og 264):

Selskapets virksomhet består i å eie, drive, investere og handle i industri, fast eiendom, handels- og konsumentrelatert virksomhet, tjenesteytelse, verdipapirer og enhver annen virksomhet i sammenheng med det her nevnte. Virksomheten drives av selskapet selv eller gjennom dets datterselskaper, samt ved investering i eller i samarbeid med andre foretak, i begge tilfeller i inn- og/eller utland.

Figur 1 Orklas "Code of Conduct"

Orklas styre er sammensatt med fokus på å ivareta aksjonærenes interesser og selskapets behov for kompetanse, kapasitet og mangfold. Styret består av 12 medlemmer, ledet av Stein Erik Hagen som har vært styreleder siden 2006, videre består styret av 4 representanter for de ansatte i tråd med norsk lov (Orkla, 2021, s. 287). Av de 12 styremedlemmene er 5 kvinner og 7 menn, hvor en av kvinnene er datteren til Stein Erik Hagen, Caroline Marie Hagen.

Konsernledelsen i Orkla består for øvrig av 10 ledere, hvorav 2 av lederne er kvinner. Det er Jaan Ivar Semlitsch som er konsernleder i Orkla, noe han har vært siden 15.august 2019. Atle Vidar Nagel Johansen er konserndirektør i Orkla Foods, Ingvild T. Berg er konserndirektør i Orkla Confectionery & snacks. Hege Holter Brekke er konserndirektør for Orkla Care, John Clarin er konserndirektør for Orkla Food Ingredients og Kenneth Haavet er konserndirektør for Orkla Consumer & Financial Investments (Orkla, 2021, s. 277-282).

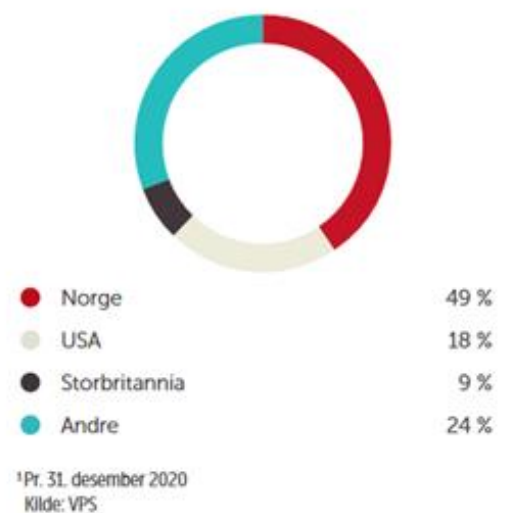
2.5 Aksjer og eiere

Orkla ASA har totalt 1 001 430 970 aksjer som alle har like rettigheter, det er altså kun én aksjeklasse. Orkla-aksjene er fritt omsettelige da det ikke er noen vedtektsfestede omsetningsbegrensninger på aksjene. Den pålydende verdien per aksje er 1,25 kr, mens aksjen per 20.01.2022 omsettes for 86 kr – en verdi den har ligget på mer eller mindre stabilt over det siste året.

Når det gjelder eierskap så eier ifølge årsrapporten for 2020 (s. 260) de 20 største aksjonærene 59,47% av aksjene i Orkla, og den største eieren er Canica AS som er eid av styreleder Stein Erik Hagen og hans familie. Orkla er notert på Oslo børs med tickeren ORK. Orkla er i markedsverdi det 8. største selskapet på Oslo børs med en markedsverdi på om lag 87 mrd (Orkla, 2021, s. 257).

Ser man til den geografiske fordelingen av aksjeeiere finner man at brorparten av aksjene i Orkla eies av norske aksjonærer, dette er i stor grad grunnet Canica og folketrygd fondets investeringer, sett bort i fra disse er de resterende store aksjonærene fra utlandet, da hovedsakelig USA som representeres av blant annet First Eagle Investment og den multinasjonale fondsgiganten BlackRock.

Geografisk fordeling av aksjonærer¹



Figur 2 Geografisk fordeling av aksjonærer

(Orkla, 2021, s. 259)

2.6 Mål og visjoner

Orkla sitt mål er å få en styrket posisjon som ledende leverandør av merkevarer i Norden, Baltikum, Sentral-Europa, India og andre utvalgte markeder. De ønsker å oppnå dette med en langsiktig verdiskapning og lønnsom vekst. Forretningssiden deres er å gjøre hverdagen bedre med lokale, bærekraftige merkevarer som skaper glede. De ønsker å bruke en sammensetning av lokal innsikt og storskala til å skille seg fra konkurrentene deres.

I årsrapporten for 2020 fremhever Orkla plantebaserte produkter, innovasjoner med fokus på helse, tilstedeværelse, videreutvikling og styrking av kunderelasjoner samt oppkjøp som kilde for verdiskapning som satsingsområdene sine. De nevner også at de ønsker å få produktene sine ut på flere markeder (Orkla, 2021).

Orkla sine finansielle mål er å ha en langsiktig vekst minimum tilsvarende markedsveksten, en vekst i EBIT-margin på minimum 1,5 prosent justert for oppkjøp og valutaendringer. I tillegg har de som mål å oppnå en reduksjon på 3 prosent i netto arbeidskapital / netto salgsv verdier i perioden 2018-2021 (Orkla, 2021, s. 8).

Orkla tar bærekraft på alvor, og de ønsker å skille seg ut ovenfor konsumenter, kunder og samfunnet. Ifølge årsrapporten for 2020 jobber de målrettet mot en bærekraftig produksjon av råvarer. De har satt klare mål for sitt arbeid mot bærekraft frem til 2025 og har siden 2015 hatt FNs globale mål for bærekraft på sin agenda. Selskapet ble i 2019 plassert på Dow Jones Sustainability Index Europe som rangerer selskapers prestasjoner innenfor miljø og bærekraft. Selskapet fikk toppkarakter i CDPs klimarapportering i 2020, og ble derfor blant de 270 beste av over 9600 rapporterte selskaper (Orkla, 2022c).

Å være «din venn i hverdagen» er Orkla sin visjon, noe de sier er støttet opp av verdiene «modig», «til å stole på», og «inspirerende». Deres forretningside er å gjøre hver dag bedre med bærekraftige og lokale merkevarer som skaper glede (Orkla, 2022a).

Orkla har i tillegg en klar strategi for kapitalallokeringer hvor deres første prioritet er å benytte overskuddskapital til oppkjøp innenfor merkevarer og tjenester, men også å investere i eksisterende virksomheter. Styret har foreslått økninger i utbyttebetalinger til 50-70% av resultatet per aksje. I tillegg til dette ønsker selskapet å bli sett på som et Investment Grade Company noe som innebærer at netto rentebærende gjeld / EBITDA over tid må være under 2,5 (Orkla, 2021, s. 27).

2.7 Konkurrenter og bransjen

Ettersom Orkla operer i flere bransjer, med sine mange merkevarer vil de ha et stort antall konkurrenter. Ifølge Eide et al. (2018) vil Orkla møte mer og mer konkurranse fra de store paraplykjedene i matvarebransjen som NorgesGruppen, Rema 1000 og Coop. Dette som følge av at de stadig får flere og flere EMV (egne merkevarer) som vil konkurrere direkte mot Orklas merkevarer.

Dagligvarebedriftene stiller sterkere enn Orkla i den konkurransen ettersom Orkla må konkurrer om hylleplass mot dagligvarekjedenes egne merkevarer. I tillegg til dette må Orkla konkurrere mot andre veletablerte merkevarer som for eksempel Knorrs supper, Mondelez' sjokolade og Procter & Gambles vaskemidler.

Internasjonalt må Orkla også konkurrere mot stadig større merkevaregiganter som Carrefour – en fransk multinasjonal detaljisthandel, Procter & Gamble som er et amerikansk konsern som produserer et bredt utvalg av forbrukervarer, Henkel som er et globalt merkevareselskap med merker som Schwarzkopf, Clynol, Loctite og Pattex under sin paraply. 3M, Loreal, Kellogg, Danone, Pepsico og Kimberly-Clark er også å anse som store internasjonale konkurrenter. Et kjennetegn på bransjen Orkla operer i er hard konkurranse og varierende driftsmarginer. Selskapene er avhengig av å få favør hos konsumenten noe som kan være en flyktig og vanskelig ting å oppnå.

3 Strategisk analyse

Hovedhensikten med den strategiske analysen er å få en forståelse for hvor Orklas grunnlag for meravkastning kommer fra, hvor selskapet står med tanke på konkurrenter, og Orklas utviklingsmuligheter videre. Det vil dermed foretas analyser basert på både det interne i Orkla og det eksterne i form av konkurrenter og andre forhold i omgivelsene. Som verktøy i den interne analysen vil VRIO-modellen benyttes, mens det i den eksterne analysen vil være Porters fem konkurransekrefter og PESTEL-analysen som benyttes. Porters fem konkurransekrefter vil ta for seg forholdene i bransjen, mens PESTEL vil se mer på makroforholdene som kan påvirke Orkla. De interne og eksterne analysene vil så resultere i en oppsummerende SWOT-analyse til slutt.

3.1 Intern analyse

3.1.1 VRIO-modellen

VRIO-modellen vil her bli benyttet til å analysere Orklas interne ressurser, og danner med det grunnlaget for å vurdere hvilke av Orklas ressurser som har potensial til å gi selskapet langvarige konkurransefortrinn. VRIO er en modell for å vurdere styrken til et selskaps interne ressurser, og ifølge Erichsen, Solberg og Stiklestad (2018) er det fire betingelser for at en ressurs skal kunne gi et langvarig konkurransefortrinn. Betingelsene er at ressursen er nødt til å være verdifull (Value), sjelden (Rarity), kostbar å kopiere (Imitability) og selskapet må være organisert slik at det har mulighet til å utnytte ressursen (Organization).

3.1.1.1 Merkevarer

Ifølge Patentstyret (2019) er en merkevare summen av alle assosiasjoner kundene har til et produkt eller firma, og dersom disse assosiasjonene er tydelige og enhetlige, kan merkevaren sies å være sterk. Orkla er leverandør av varer som selges gjennom dagligvarebutikkene. Dagligvarer er i stor grad produkter kundene involverer seg i liten grad i når de tar valg. Det er derfor sentralt med sterke merkevarer i denne bransjen. Merkevaren til Orkla som leverandør av dagligvareprodukter er sterk, men for forbrukerne kan det nok sies at mange av merkevarene til de produktene Orkla tilbyr er enda sterkere. Orkla har et stort fokus på merkevarer, og kjente merkevarer de eier er Nidar, Toro, Grandiosa, Zalo og Jordan for å nevne noen få. Dette er alle merkevarer som er godt kjent hos forbrukerne, og er med på å bygge opp under at merkevarer er en meget viktig ressurs for Orkla.

I samsvar med VRIO-modellen vurderes det først hvor verdifulle merkevarene er for interessentene. Orkla har mange viktige interessenter, men kunder og forbrukere er å anse som de viktigste interessentene for selskapet (Orkla, 2022). De ulike dagligvarebutikkene tjener på å kunne tilby forbrukerne Orklas kjente merkevarer, mens forbrukerne får verdi ved at de kan kjøpe Orklas merkevarer i så å si alle butikker. Orklas merkevarer er ledende og har en svært sterk posisjon når det gjelder blant annet påleggsprodukter, frossenpizza, sauser, godteri, personlig pleie og vaskemidler (Orkla, 2021, s. 170). Merkevarenes posisjon er svært sterk i Norden og Baltikum, men spesielt i Norge. Det kan dermed konkluderes med at merkevarer som ressurser for Orkla er verdifulle.

Det neste som må vurderes er hvorvidt merkevarene er sjeldne. Selve produktene som Orklas merkevarer tilbyr, kan ikke sies å være sjeldne i seg selv. Dette fordi det er konkurrenter som tilbyr samme produkter som det Orklas merkevarer gjør. Det er imidlertid slik at noen av Orklas merkevarer er meget sterke sammenlignet med konkurrenter innenfor den samme produktkategorien. Ifølge (Kråkenes og Norum, 2018) hadde Orkla i 2017 en markedsandel i frossenpizzamarkedet på rundt 70 %, gjennom merker som Grandiosa og BigOne. Denne markedsandelen har likevel falt noe under koronapandemien, men er fortsatt meget høy (Hopland, 2020). Det at Orkla har flere merkevarer som står meget sterkt gjør her at merkevare er en sjelden ressurs.

Vi vet fra markedsføring at det å etablere sterke merkevarer er meget vanskelig, tidkrevende og kostbart. Det å etablere sterke merkevarer er som regel en kombinasjon av kompetanse, gode produkter og historie. Dette er noe som krever både tid og penger å etablere, og det kan dermed sies at merkevarene til Orkla som en ressurs er vanskelig å kopiere for konkurrenter, og dermed er ikke-imiterbar.

Hvordan er så Orkla organisert for å kunne ivareta ressursen som merkevarene utgjør? Orkla er delt opp i divisjoner basert på segment, som «Orkla Foods», «Orkla Care», «Orkla Confectionery & Snacks» m.m. Dette medfører en spesialisering og tydeligere fokus på hvert enkelt segment, noe som er med på å muliggjøre produktforbedringer og produktinnovasjoner. I tillegg til segmenteringen besitter Orkla også et godt distribusjonsnett, noe som bidrar til en god organisering av Orkla. Orkla kan dermed sies å være organisert på en slik måte at de er kapable til å ivareta og utvikle ressursen som merkevarene utgjør.

3.1.1.2 Humankapital

Orkla har et meget sterkt fokus på medarbeiderutvikling og kompetansebygging hos de ansatte. Det kommer til uttrykk gjennom medarbeiderløftet til Orkla «A Home to Grow», som er en del av Orklas arbeid med å være en attraktiv arbeidsgiver (Orkla, 2021, s. 137). «A Home to Grow» er en av Orklas hovedpilarer i deres strategiske ambisjoner fram mot 2030. Utvikling av ansatte, både personlig og profesjonell, gjennom kontinuerlig opplæring, karrieremuligheter og gode kolleger er dermed et meget viktig område for Orkla. Fokuset på medarbeiderutvikling har medført at opplæring i det daglige og gjennom formelle kurs har hatt en sentral rolle. Under koronapandemien har de hatt stort fokus på å benytte seg av virtuell opplæring, noe de vil ta med seg videre som supplement til fysiske kurs (Orkla, 2021, s. 138).

Når det gjelder dialog mellom ansatte (tillitsvalgte) og mellomledere/ledere så har Orkla opprettet gode ordninger for akkurat dette. Orklas konsernavtale, som regulerer samarbeidet mellom Orkla og de ansattes organisasjoner, utløp i 2020 og ble da reforhandlet (Orkla, 2021, s. 138-139). Dette er en viktig del av selskapets bedriftsdemokratiordning, og de ønsker i tillegg til dette at alle av konsernets selskaper skal ha formelle kanaler for medvirkning. I dag er i underkant av 85 % av Orklas medarbeidere ansatt i selskaper der slike formelle kanaler er etablert for samarbeid mellom representanter for de ansatte og ledelsen. Det å la de ansatte få bidra i ulike saker og få komme med sine meninger og på denne måten hensynta deres interesser, er meget viktig for å skape et fellesskap og tilhørighet i selskapet. Dette er et viktig aspekt når det gjelder å få fornøyde og dermed motiverte ansatte. Det å ha motiverte ansatte er meget viktig da det vil ha en positiv påvirkning på i hvor stor grad de ansatte velger å ta i bruk sin kompetanse.

Arbeidsmiljø, helse og sikkerhet er noe Orkla har fokus på, og en viktig del av å kunne oppnå en sterk kultur på disse områdene er nettopp opplæring og involvering av de ansatte i tillegg til risikoanalyser (Orkla, 2021, s. 142).

Sunne og trygge rammer på arbeidsplassen er meget viktig for å sikre en effektiv og ikke minst stabil drift. Dette både med tanke på produksjonsstans dersom det skulle skje noe, men også fordi de ansatte vil kunne yte bedre dersom de opplever at det er trygt på arbeidsplassen. Dersom arbeidsplassen oppleves utrygg vil det kunne medføre dårligere kunnskapsdeling mellom ansatte og ledere siden dette krever tillit, noe det vil kunne være lite av på en utrygg

arbeidsplass. Trygghet er derfor essensielt for at Orkla skal kunne utnytte og utvikle konkurransefortrinnet de har i humankapital – kunnskap og kompetanse.

Når vi nå skal vurdere humankapitalen som en ressurs i VRIO-modellen må vi vurdere den under modellens fire punkter. Når det gjelder om humankapitalen er verdifull, så ser vi av årsrapporten for 2020 at det utvilsomt er en verdifull ressurs for Orkla. Om dette er en sjelden ressurs er derimot en annen sak. Det er slik at konkurrenter har forutsetninger for å kunne tilegne og opparbeide seg kompetanse på Orklas nivå, og humankapitalen er derfor ikke å anse som en sjelden ressurs. Denne kompetansen er også noe som de fleste andre konkurrenter heller ikke har økonomiske problemer med å skaffe seg, og ressursen anses dermed som imiterbar. Når det gjelder organisering så har de opprettet flere ordninger for å utvikle og følge opp kompetanse. Orkla er derfor meget godt organisert for å ivareta denne ressursen.

3.1.1.3 Konsern

Orkla utgjør et meget stort konsern, og er delt inn i hoveddivisjonene Orkla Foods, Orkla Confectionery & Snacks, Orkla Care, Orkla Food Ingredients og Orkla Consumer & Financial Investments. Konsernet er også spredt utover flere land, men med Norden og Baltikum som hovedområder. Det at konsernet er såpass stort og spredt over flere forretningsområder og land gjør at det har mulighet til å plukke opp ideer/løsninger på problemer én plass og så formidle det videre til andre forretningsområder/land dersom dette skulle være noe flere i konsernet har behov for å kunne. Det at konsernet er så stort og har så mye fokus på involvering fra medarbeiderne som det har, gjør at Orkla kan drive med kompetanseoverføring mellom forretningsområdene og mellom landene.

En annen fordel ved konsernet er at det muliggjør utvikling av forretningsområdene og oppkjøp av flere aktuelle merkevarer. Orkla Venture er for eksempel med på å skape verdi for konsernet ved å investere strategisk i mindre gründervirksomheter og oppstartsselskaper som gjør at Orkla får tilgang til ekstern innovasjon (Orkla, 2021, s. 19). Oppbygningen av konsernet muliggjør også distribuering av andre typer av ressurser, eksempelvis kapital, på tvers av landegrenser til de avdelingene der det skulle trenges, til for eksempel utvikling. Konsernets oppbygning kan dermed sies å være en verdifull ressurs i og med at det letter Orklas muligheter for interne overføringer av ressurser.

Om Orkla-konsernets oppbygning er sjelden er derimot en annen sak. I Norge er Orkla ensom når det gjelder store merkevarevirksomheter med denne konsern-opbygningen.

Oppbygningen av konsernet slik som det er nå er virkningen av stordriftsfordeler over lang tid. Det finnes derimot lignende strukturer i tilsvarende internasjonale selskaper, som for eksempel Procter & Gamble og Nestlé (Procter and Gamble, 2021; Nestlé, 2022). Disse selskapene har likevel noe ulikt fokusområde enn Orkla, og driver ikke i like stor grad som Orkla med investeringer i andre selskaper med tanke på innovasjon. De investerer hovedsakelig i andre selskaper dersom de er relatert til merkevarer mer direkte. Orklas oppbygning kan dermed sies å være noe sjelden.

Når det gjelder ikke-imiterbarhet så har Orkla-konsernet blitt slik det er i dag gjennom investeringer, kjøp og salg av selskaper (merkevarer). Dette er meget kostbart, og det vil ta lang tid å kunne oppnå en lik konsernstruktur. Konsernets oppbygning kan dermed sies å være ikke-imiterbar/kostbar å imitere.

Som nevnt under de tidligere ressursene er Orkla meget godt organisert for å kunne ivareta og utnytte ressursene sine, og dette gjelder også her. Ved videre investeringer i selskaper og oppkjøp av merkevarer vil Orkla kunne opprettholde og utvikle konsernets struktur og posisjon. Den strukturen de har er også meget god med tanke på å få innlemmet oppkjøpsmerker og investeringer i Orklas gjeldende konsernstruktur.

3.1.1.4 Oppsummering av intern analyse

Tabell 1 Oppsummering av intern analyse

Ressurs	Verdifull (V)	Sjelden (R)	Kostbar å imitere (I)	Optimalt organisert (O)
Merkevare	Ja	Ja	Ja	Ja
Humankapital	Ja	Nei	Nei	Ja
Konsern	Ja	Ja	Ja	Ja

Tabellen ovenfor oppsummerer den interne analysen av Orkla, og viser at Orklas merkevareportefølje og oppbygning av konsernet er varige konkurransefortrinn for Orkla. Humankapitalen er ikke dette da den hverken kan sies å være sjelden eller kostbar å kopiere. Humankapitalen er likevel helt nødvendig for at Orkla skal kunne forbedre seg på alle områder gjennom kompetanseformidling og kompetanseheving i hele konsernet.

Humankapitalen er meget verdifull for Orkla og det er dermed viktig å opprettholde fokuset på dette området.

3.2 Ekstern analyse

I den eksterne analysen vil vi se på faktorer som har innvirkning på konkurranseintensiteten i bransjen Orkla opererer i. Denne delen vil dermed benytte seg av Porters fem konkurransekrefter og PESTEL-analyse i kartlegging av Orklas bransje og omgivelser.

3.2.1 Porters fem konkurransekrefter

En av de mest anerkjente modellene for å analysere mikrosystemet rundt en bedrift er Porters bransjeanalyse også kalt Porters fem konkurransekrefter, oppkalt etter Harvard professoren Michael E. Porter som utviklet og publiserte modellen i 1979 gjennom Harvard Business Review (Porter, 1979). All teorien i denne delen er hentet derfra.

Modellen identifiserer fem faktorer som bestemmer konkurranseintensiteten eller mikromiljøet i en bransje. Det er en modell som kan benyttes i hvilket som helst segment i økonomien. De fem faktorene som nevnes i modellen er

1. Kundenes forhandlingskraft
2. Dagens konkurrenters forhandlingskraft
3. Leverandørens forhandlingsstyrke
4. Trusselen om nyetableringer
5. Trusselen om substitusjoner

3.2.1.1 Kundenes forhandlingskraft

Kundenes forhandlingskraft er stor hvis kundene har muligheten til å presse ned prisen på produktene de kjøper, dette skjer som oftest når det er snakk om større kunder som kjøper store kvanta eller ved organiserte kundegrupper som tar avgjørelser om kjøp samlet. Kundene har også større forhandlingskraft dersom produktene de kjøper er udifferensierte eller om de kjøper et produkt som del av et produkt de selv produserer og selger med høy profitt. Dette som resultat av at de da blir mindre prissensitive. Dersom det er produkter kundene ikke har grunnleggende behov for så er forhandlingsstyrken deres stor.

Kundene til Orkla er i hovedsak tre store paraplykjeder bestående av henholdsvis NorgesGruppen, Coop Norge og Reitangruppen. De tre handelshusene har seg imellom 96,6 prosent av markedsandelene i det norske dagligvaremarkedet, hvorav de resterende markedsandelene faller til Bunnpris og øvrige dagligvaredetaljister (Dagligvarehandelen, 2022).

Siden Orkla da har tre store kunder som de selger majoriteten av sine produkter til betyr det at Orkla sine kunder i utgangspunktet har meget stor forhandlingskraft. Dette reflekterer likevel ikke realiteten i situasjonen, fordi sluttforbrukerne har stor lojalitet til merkevarene til Orkla. Dette innebærer i så måte at de tre store handelshusene er avhengige av å ha Orklas produkter i sine hyller for å ikke tape kunder til de andre handelshusene. Med andre ord er de tre store handelshusene like avhengig av Orkla som Orkla er avhengig av dem.

Ved å se til bestevennkampanjen til Reitangruppen kan man fort få et inntrykk av hvor galt det kan gå hvis et handelshus tror at kundene er lojale mot dem og ikke merkevarene de selger. Kampanjen resulterte i omdømmesvikt og tap av markedsandeler. Det er innenfor rimelighetens grenser å anta at noe liknende ville skjedd hvis handelshusene fjerner Orkla sine varer fra hyllene, noe som understøtter argumentet om at kundenes forhandlingskraft er lav.

3.2.1.2 Dagens konkurrenters forhandlingskraft

Konkurrentenes forhandlingskraft fremkommer oftest i form av priskonkurransen, produktintroduksjoner og ulike former for annonseringer. Hvor intens konkurransen er avgjøres i stor grad ut ifra veksten i markedet, hvor mange konkurrenter det er, størrelsen på konkurrentene, faste kostnader, kapasiteten i markedet, homogenitet i produktene som tilbys og hvordan strategier konkurrentene benytter seg av.

I Norge er det ingen selskaper av samme størrelse som kan anses som direkte konkurrenter til Orkla, men det betyr likevel ikke at Orkla ikke har konkurrenter. Alle merkevarer man finner i butikker som ikke er Orkla sine produkter må kunne anses som deres konkurrenter. Størrelsen på konkurrentene på norsk jord varierer svært, men i nyere tid og fremover ser vi mer og mer satsinger på EMV produkter, såkalte egne merkevarer fra de store handelshusene. Dette resulterer i at kundene til Orkla også blir deres konkurrenter. Dersom EMV produktene får like mye lojalitet hos sluttforbrukeren som Orklas produkter vil dette kunne svekke konkurransesituasjonen til Orkla svært. EMV produkter står i dag for om lag 17,4 prosent av

den totale omsetningen i dagligvarebransjen, mens i noen produktkategorier er tallet så høyt som 80 prosent som i for eksempel brødsegmentet.

Internasjonalt har Orkla flere konkurrenter og det er selskaper som har en struktur som likner mer på Orkla sin enn det vi finner hos deres konkurrenter på norsk jord. Konkurrentene er blant annet; Procter & Gamble, Henkel, 3M, Loreal og Kellog. Disse selskapene er større enn Orkla og kan fremstå som en viss trussel for Orkla, men grunnet særnorske verdier ser vi svært lite av disse internasjonale selskaperes produkter i norske hyller. Dette er et argument som kan forankres i Lidl sitt inntog i Norge, noe som skulle vise seg å bli en kortvarig prosess, mye grunnet et produktutvalg som ikke falt den norske befolkningen i smak. Det betyr altså at heller ikke de internasjonale selskapene har store konkurransefordeler ovenfor Orkla, men dette gjelder dog bare innenfor de norske landegrensene. Internasjonalt møter Orkla ekstremt kraftig konkurranse fra disse selskapene.

3.2.1.3 Leverandørenes forhandlingsstyrke

Hvis leverandørene i et marked har uproporsjonalt stor forhandlingsstyrke vil det kunne resultere i at de kan benytte sin forhandlingsstyrke til å heve priser eller redusere kvaliteten på produktet de selger slik at de selv oppnår bedre inntekter. Det vil i så måte ha en direkte negativ konsekvens for resten av bransjen. Forhandlingsstyrken eller makten til en leverandør er mer fremtredende om det er få leverandører i et marked, leverandøren leverer unike varer, hvis det er få som leverer samme produkt, hvor sjeldent produktet de leverer er, hvor ettertraktet det er og hvis leverandøren har en kredibel mulighet til å vertikalt integrere seg videre i verdikjeden.

Orkla har over 25 000 forskjellige direkte leverandører og svært mange underleverandører. Orkla setter også krav opp mot sine leverandører om konkrete og ambisiøse planer knyttet til miljø og sosiale utfordringer. Dette er noe de kan gjøre ettersom de fleste leverandørene til Orkla leverer råvarer som tradisjonelt sett ikke gir stor forhandlingsstyrke, grunnet at det ikke er sjeldne varer og det er svært mange som tilbyr dem.

3.2.1.4 Trussel fra nyetableringer

Nyetableringer i et marked vil alltid kunne tilspisse konkurransen i det gitte markedet, med nye aktører kommer det ny kapasitet inn på markedet og et ønske om å anskaffe markedsandeler. Spesielt stor er trusselen fra store selskaper som benytter seg av markedspenetrering, ettersom det er selskaper som allerede har tilgang på kapital og ressurser en helt nyetablert bedrift ikke vil ha tilgang på. Eksempler på en slik markedspenetrering vil være Aker som i den siste tiden har penetrert seg inn på havvindmarkedet og karbonfangstmarkedet.

Michael E. Porter trekker frem seks barrierer for nyetableringer i et marked og de er stordriftsfordeler, produktdifferensiering, kapitalkrav, kostnadsfordeler urelatert til størrelse, tilgang på distribusjonskanaler og regjeringspolitikk.

Orkla har gjennom sin utvikling ervervet et mantra av stordriftsfordeler, og det er å kunne anses som deres største fordel ovenfor potensielle nyetableringer. Da spesielt hvis man ser for seg en helt ny bedrift og ikke en bedrift som penetrerer seg inn på markedet/ markedene Orkla opererer i. Gitt størrelsen til Orkla så er det lite som tyder på at det er lett for en bedrift å etablere seg i markedet.

Videre vet man at produktene til Orkla har høy kundelojalitet, og et nytt merkevarerelskap ville vært nødt til å benytte mye ressurser på å ta over de lojale kundene til Orkla. Ved å ha kjente og likte merkevarer har Orkla laget et gjerde rundt markedet Orkla opererer i, noe som gjør det vanskelig for nyetableringer.

Kapitalkravet for nyetableringer er stort, og for å operere på lik linje med Orkla kreves det flere store finansielle investeringer, blant annet lagerdrift, transport av produkter, logistikk-løsninger, kapital til å dekke tapet som sannsynligvis oppstår de første driftsårene m.m. De største bedriftene i Norge og Norden vil nok ha kapital nok til å dekke det, men det vil være en stor barriere for dem.

Kostnadsfordeler urelatert til størrelse er også noe Orkla har opparbeidet seg gjennom mange år med drift. De kan komme i form av kunnskap selskapet har ervervet over dets drift, patenter og teknologi, tilgang på spesielle ressurser eller leverandører eller spesielt gode avtaler med distributører og leverandører. Dette vil også oppleves som et stort hinder for alle nyetableringer.

Den siste barrieren for nyetableringer er tilgang distribusjonskanaler. For merkevarebedrifter omhandler det oftest hylleplass, noe det er hard konkurranse om i Norge allerede. Selskaper betaler millionsummer for å få hylleplasser, eksempelvis måtte Nordfjord betale om lag 70-80 millioner i aktivitetsrabatter, eksponeringskostnader og markedsstøtte for å få ha produktene sine i Rema 1000 sine hyller. Desto mindre butikkene er avhengig av å ha ditt produkt i hyllene, jo vanskeligere blir det å få hylleplass. Det kan dermed hevdes at det er svært vanskelig for en nyetablering å få tilgang på distribusjonskanaler.

Alt i alt kan vi hevde at det er svært vanskelig for en bedrift å etablere seg i samme marked som Orkla, men det er viktig å huske at alle nevnte faktorer er i kontinuerlig endring og utvikling. Det er bare å se til selskaper som Hoover og Kodak for å se hvor fort det kan gå fra å være umulig å etablere seg i et marked til det er fullt av nyetableringer.

3.2.1.5 Trussel fra substitutter

Substitutter er produkter som kan dekke det samme behovet et annet produkt gjør. Det kan for eksempel i leskedrikkmarkedet være Coca Cola og Pepsi, i isolasjonsmarkedet kan det være glassull, steinull, halm, polyuretan eller skumplastisolasjon (Byggvalg, 2018).

Desto lettere det er å lage et substitutt for et produkt desto høyere er trusselen fra substitusjoner.

En av de største substituttene Orklas merkevarer møter i dag er butikkjedenes egne merkevarer. Det er produkter som imiterer Orkla sine produkter og de har en tendens til å være billigere, men også av noe lavere kvalitet. Ettersom de fleste produktene Orkla produserer er lette å imitere, er det også en ganske stor trussel fra substitusjoner.

3.2.2 PESTEL

Ifølge Johnsen et al. (2011, som sitert i Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2018) er PESTEL en modell som peker på makroforhold i en virksomhets omgivelser, forhold som vil kunne bidra til om en virksomhets strategier vil lykkes eller ikke. De makroøkonomiske forholdene som vurderes i PESTEL-analysen er politiske-, økonomiske-, sosiokulturelle-, teknologiske-, miljømessige- og juridiske forhold. Ifølge Fjeldstad og Lunnan (2018) er det som regel lite en virksomhet kan gjøre for å påvirke disse makroforholdene, men en analyse av disse forholdene vil kunne forberede virksomheten på hva som kommer, og når mulige endringer

vil skje. Hovedvirksomheten til Orkla skjer i Norden og Baltikum (Orkla, 2021, s. 11), og PESTEL-analysen vil derfor fokusere på disse områdenes makroøkonomiske forhold.

3.2.2.1 Politiske forhold

For Orklas virksomhet er det i stor grad politisk stabilitet, skattepolitikk, handelsreguleringer og sosiale velferdsordninger som er sentrale politiske forhold.

De politiske forholdene i Norden og Baltikum er meget sentrale for Orkla, i og med at de får i underkant av 75 % av salgsinntektene sine derfra (Orkla, 2021, s. 11). Politisk stabilitet i disse områdene er dermed meget viktig for Orkla, da politisk ustabilitet medfører usikre, uforutsigbare og ustabile markeder. The World Bank Group legger årlig fram en rapport over ulike styringsindikatorer for mer enn 200 land. Relevant styringsindikator her er politisk stabilitet, hvor 100 er beste score og 0 er dårligst. På politisk stabilitet scorer de nordiske landene jevnt over høyt, hvor Island (96,7), Norge (94,3) og Sverige (85,4) oppnår høyst score. Av landene vi vurderer er det Latvia som er rangert dårligst, med en score på 60,4 (The World Bank Group, 2022). De nordiske landene har med andre ord en noe høyere politisk stabilitet enn de baltiske landene.

En viktig faktor under de politiske forholdene er de ulike landenes skattepolitikk. I Norden og Baltikum var selskapsskattesatsene følgende i 2021 (Trading Economics, 2022);

Tabell 2 Skattesatser i Norden og Baltikum

Land	Selskapsskattesats
Norge	22,0 %
Danmark	22,0 %
Sverige	20,6 %
Finland	20,0 %
Island	20,0 %
Estland	20,0 %
Latvia	20,0 %
Litauen	15,0 %

Siden 1980 har selskapsskattesatsene verden over hatt en nedadgående trend, og denne trenden er forventet å fortsette i årene framover siden flere land forventer å fortsette med å kutte i selskapsskattesatsene (Bray, 2021). Dette er gode nyheter for Orkla som da vil ende med forbedrede resultater etter skatt, som i sin tur medfører økt verdi for Orklas aksjonærer. Orkla vil også bli mer konkurransedyktig i og med at de sitter igjen med mer etter skatt, noe

som vil øke deres evne til videre investeringer. Fra 2019 til 2020 har Orklas gjennomsnittlige skatteprosent blitt redusert fra 24,2 % til 21,3 % noe som er positivt for selskapet (Orkla, 2021, s. 25).

Handelsreguleringer er også et svært sentralt aspekt for Orklas virksomhet i og med at de driver med handel av varer på tvers av landegrensener, altså import og eksport med både ferdigvarer og råvarer. Det at Norge er medlem av EØS-avtalen gir Orkla en fordel med tanke på fri bevegelighet av varer, kapital, personer og tjenester på tvers av landegrensene i EU/EØS (Utenriksdepartementet, 2021). EØS-avtalen gir forutsigbare handelsbetingelser og et harmonisert regelverk som sikrer like vilkår (Mageli, 2017). Forutsigbare handelsbetingelser og fri flyt av varer, tjenester og kapital er selvfølgelig noe som er viktig for Orkla og deres virksomhet da det vil gjøre det lettere for Orkla å drive virksomhet i flere land. Det er likevel viktig å huske på at for landbruksvarer som også produseres i Norge er det høyere tollsatser for å beskytte det norske landbruket (Tolletaten, 2020). Dette er da igjen et forhold som kompliserer import og eksport for Orkla.

Gode sosiale velferdsordninger i landene Orkla operer i er viktig for deres virksomhet. De nordiske landene har gode velferdsordninger som sikrer inntekt til de som står utenfor arbeidslivet, høy sysselsetting og små inntektsforskjeller (Doksheim, 2017). Den nordiske modellen sørger derfor for stabil og god kjøpekraft i hele befolkningen, uavhengig av livssituasjonen og den sosiale bakgrunnen. I nedgangskonjunkturer og perioder med høy arbeidsløshet, hvor det vil være naturlig at forbrukere foretrekker lavprisprodukter, opprettholdes kjøpekraften slik at det ikke blir så store forskjeller i forbruksvanene likevel. Dette så vi under koronapandemien hvor det ble gitt krisepakker til næringslivet og det ble foretatt midlertidig endringer i permitteringsreglene som medførte mer støtte til de som ble permitterte som følge av pandemien (Fellesforbundet, u.å.).

3.2.2.2 Økonomiske forhold

Når det gjelder de økonomiske forholdene så vil det generelle inntektsnivået, valutakurs og styringsrenten være sentrale forhold å se på.

Bruttonasjonalprodukt (BNP) per innbygger benyttes ofte som mål på lands økonomiske tilstand og velferdsnivå. Høy BNP per innbygger kan derfor tyde på at forbruket er høyt. BNP beregnes som summen av alle varer og tjenester som produseres i et land i løpet av et år, minus de varene og tjenestene som blir bruk i denne produksjonen (SSB, 2017). BNP per

innbygger finnes da ved å dividere BNP på antall innbyggere. Ser vi på tallene for 2020 kommer det fram at Norge, Danmark, Island, Sverige og Finland plasserer seg på henholdsvis 4., 6., 8., 10. og 13. plass når det gjelder høyest BNP per innbygger i verden i 2020 (FN, u.å.). Norge opplevde en nedgang i BNP per innbygger i 2020 på 0,7 % (SSB, 2022a). BNP-veksten i Norge har tatt seg noe opp igjen i 2021 som følge av vaksinerings og lettelse i koronatiltak. IMF forventer en BNP-vekst i Norge på 3 % i 2021 og 4,1 % i 2022 (TDN Direkt, 2021).

Det er helt klart fordelaktig for Orkla at BNP per innbygger tar seg opp igjen etter fallet i 2020. Fallet i BNP per innbygger i Norge i 2020 medførte at BNP per innbygger i Norge ble redusert fra 45 % over gjennomsnittet i Europa i 2019 til 40 % over snittet i 2020. De øvrige nordiske landene har gjennomsnittlig BNP per innbygger som ligger mellom 13 og 35 % over gjennomsnittet i Europa (SSB, 2021). Dette tilsier at kjøpekraften i de nordiske landene er god, noe som er til fordel for Orkla. Når det gjelder de baltiske landene så ligger de mellom 13 og 30 % under gjennomsnittet i Europa (SSB, 2021). Disse landene har imidlertid en positiv utvikling noe som er positivt for Orkla.

Når det gjelder Orkla er også valutakursene relevant for deres økonomiske forhold. Orkla driver virksomhet i flere land, og importerer en del fra utlandet til Norge. Valutakursene er derfor viktig for Orkla. I 2020 økte netto rentebærende gjeld for Orkla med 585 mill. kroner sammenlignet med utgangen av 2019 på grunn av svakere norsk krone (Orkla, 2021, s. 26). Det er derfor en fordel for Orkla om kronen ikke svekker seg mer, men stabiliserer seg eller aller helst styrker seg. I 2021 har kronen styrket seg sammenlignet med euro (Tolletaten, 2022), og Nordea Markets forventer en relativt stabil krone i 2022 (Brunborg, 2022). Det kommer frem av Orklas årsrapport for 2020 at den største valutarisikoen er knyttet til innkjøp i euro i svenske og norske selskaper. Dette sikrer de seg til dels mot ved å inngå valutaterminkontrakter, men ikke alle transaksjoner sikres med terminkontrakter og det er disse transaksjonene som er beheftet med valutarisiko (Orkla, 2021, s. 215). Dersom NOK og SEK svekkes mot EUR vil dette medføre høyere innkjøpspriser for Orkla, noe som vil kunne påvirke Orklas salgsmarginer. Dette tydeliggjør at valutakursene har en sentral påvirkning på konsernet.

Styrringsrenten er meget aktuell og vil også påvirke Orklas virksomhet. Vi er inne i en tid der styringsrentene verden over gradvis justeres opp, og dette vil påvirke Orkla i den grad at finansiering framover vil bli dyrere. Man må her likevel regne med inflasjonen, for dersom inflasjonen er lik eller høyere enn nominell rente vil realrenten være 0 % eller negativ

(Opstad, 2020). Styringsrenten er derfor sentral for Orklas virksomhet da det vil kunne påvirke Orklas rentekostnader.

3.2.2.3 Sosiokulturelle forhold

Når det gjelder Orklas virksomhet så er det i hovedsak de sosiokulturelle forholdene som dreier seg om konsumtrender som er sentrale i og med at Orkla er merkevareleverandør til dagligvarebutikkene.

De siste årene har det vært et skift mot mer plantebasert, lokalprodusert og økologisk mat. Dette samsvarer med både helsetrenden og fokuset på bærekraft som har vært den seneste tiden. Konsumentene ønsker i større grad matvarer som er sunne og klimavennlige (Orkla, 2021, s. 29-30). Dette er trender som påvirker Orklas virksomhet, og Orkla har derfor jobbet systematisk med å utvikle sunnere og mer bærekraftige produkter som skal være et positivt bidrag til folkehelsen og miljøet (Orkla, 2021, s. 10).

Man ser her at trendene påvirker Orkla i stor grad, og for at Orkla skal være en relevant markedsaktør innen dagligvareprodukter framover er det viktig å følge opp konsumentenes ønsker. Fokuset på helse har også påvirket markedet for helsekost og kosttilskudd. Dette er positivt for Orkla med tanke på at de kjøpte Health and Sports Nutrition Group HSNG AB rundt årsskiftet 2017/2018, og som er Nordens største nettaktør innen helse og sportsernæring (Orkla, 2021, s. 15).

Det er helt klart at Orkla må følge med på konsumtrender dersom de skal kunne levere produkter som er ønsket av forbrukerne.

3.2.2.4 Teknologiske forhold

Teknologiske forhold utgjør både muligheter og trusler for Orklas virksomhet. Teknologiske forbedringer vil kunne medføre effektivisering og forbedring av både produksjon og distribusjon av varer.

Det er, og har vært, en økning i mathandel på nett de siste årene. I 2021 var veksten for Oda på 25 % sammenlignet med 2020, noe som viser at netthandelen på nett blir mer og mer aktuell (Bøe, 2022). Oda alene omsatte for 2,47 milliarder i 2021, og dette er med på å

synliggjøre hvor viktig det er at Orkla opprettholder gode relasjoner med de nettbaserte dagligvarebutikkene.

Likevel ser vi at den teknologiske utviklingen også medfører trusler for Orkla, da hovedsakelig gjennom dataangrep mot Orkla. Orklas avhengighet av IT-systemer øker, og samtidig øker også risikoen for dataangrep. Dataangrepene øker også i intensitet og alvorlighetsgrad. Viktige risikoreducerende tiltak for Orkla er opplæring av ansatte og oppdatering av IT-infrastruktur (Orkla, 2021, s. 30).

Disse mulighetene og truslene er av stor betydning for Orkla, og det er dermed viktig at Orkla er oppdatert på teknologifronten til enhver tid.

3.2.2.5 Miljømessige forhold

De miljømessige forholdene gjelder forhold som påvirker Orkla, men også Orklas påvirkning på miljøet. En god del av Orklas virksomhet baserer seg på råvarer som vil kunne påvirkes av klimaendringene. På lengre sikt vil derfor klimaendringene kunne medføre en risiko for råvaretilgangen, kvaliteten på råvarene og også råvareprisene. Det forventes derfor volatilitet i råvareprisene i årene fremover. Orkla anser selv risikoen for at deres egen produksjon skal rammes av ekstremvær som følge av klimaendringer som lav (Orkla, 2021, s. 30). Endringer i vær og klima har innvirkning på energiproduksjon og energipriser, og det forventes derfor volatilitet i energiprisene i årene fremover. Selv anser Orkla konsekvensene av klimaendringer for deres virksomhet som moderate på kort og mellomlang sikt (Orkla, 2021, s. 58). Dette hovedsakelig fordi deres produksjon skjer i Norden, Baltikum og Øst-Europa, hvor risikoen for vannmangel/tørke er noe lavere enn i varmere land.

Både forbrukere og myndigheter har hatt større fokus på virksomheters klimaavtrykk de seneste årene fordi global oppvarming går raskt, og næringslivet er nødt til å legge ned en innsats i arbeidet med å begrense den globale oppvarmingen. Orkla er blant de virksomhetene som tar bærekraft på alvor, og siden 2014 har de redusert egne klimagassutslipp med 62 %. De er i tillegg opptatt av bærekraftig forbruk og 19 % av omsetningen i 2020 kom fra produkter som defineres «mest bærekraftig» (Orkla, 2021, s. 53).

3.2.2.6 Juridiske forhold

De juridiske forholdene gjelder lover og reguleringer som har innvirkning på Orkla og bransjen de opererer i. Dette vil da for eksempel gjelde arbeidsmiljølover, miljøvernlover, forbrukerkjøpslover og konkurranselover.

For Orkla vil det være viktig å hele tiden operere innenfor lovenes rammer, da brudd på lover vil kunne påvirke Orklas merkevarer negativt.

Sommeren 2021 henla Konkurransetilsynet saken mot Orkla, Mondelez og NorgesGruppen for deres mulige brudd på konkurranseloven i forbindelse med innkjøpspriser i dagligvaremarkedet (Hopland og Nilsen, 2021). Konkurransetilsynet vil likevel fortsette å holde øye med dagligvarebransjen framover, noe som gjør at Orkla må ha sitt på det tørre og operere innenfor lovens regler.

3.3 SWOT-analyse

En SWOT-analyse er en oppsummering av interne og eksterne faktorer som har innvirkning på en virksomhet. SWOT-analysen ser på styrker (Strengths) svakheter (Weaknesses) ved Orkla – altså de interne forholdene, og Orklas muligheter (Opportunities) og trusler (Threats) – de eksterne forholdene.

3.3.1 Styrker

Orklas virksomhet er som leverandør av merkevarer til dagligvaremarkedet. De eier blant annet flere av de store merkevarene som Nidar, Toro og Grandiosa, og Orklas mange merkevarer legger til rette for stordriftsfordeler. Det at Orkla eier så mange merkevarer styrker deres posisjon overfor kundene – altså dagligvarebutikkene. Dette hovedsakelig fordi forbrukerne regner med, og ønsker seg, at Orklas produkter er der de handler. Dette er helt klart en styrke hos Orkla.

Kontinuerlig kompetanseutvikling innad i organisasjonen er noe som ruster Orkla mot framtiden. Denne kompetanseutviklingen gjør at Orklas ansatte hele tiden er oppdatert på viktige områder som relaterer seg til deres arbeid. Dette vil medføre mer motiverte og tilfredse ansatte, noe som i sin tur vil kunne resultere i bedre resultater for Orkla.

3.3.2 Svakheter

Orkla kan sies å være godt kjent hos det fleste konsumentene, men hvilke produkter og merkevarer som er en del av Orkla-konsernet kan nok sies å være noe dårlig kommunisert til forbrukerne. Det er ikke alle som vet hvilke produkter som inngår i Orklas merkevareportefølje, og dette kan sies å være en svakhet for Orkla.

Dersom Orkla hadde klart å opprette en mer tydelig og klar kommunikasjon om hvilke merkevarer som inngår i deres portefølje, vil dette kunne være en fordel for Orkla da de kjente merkevarene vil kunne påvirke de mindre kjente merkevarene positivt. Dette vil særlig være aktuelt ved innføring av nye produkter til markedet, hvor de nye produktene kunne fått drahjelp fra de mer kjente merkevarene.

3.3.3 Muligheter

Orkla store fokus på bærekraft er en god mulighet for Orkla til å posisjonere seg meget godt for fremtiden. Vi ser allerede nå at forbrukerne er mer miljøbevisste, og det at Orkla har tatt dette alvorlig har bidratt til at de har fått ta del i markedet for bærekraftige produkter. Dette vil mest sannsynlig bare vokse i fremtiden. Det er dermed viktig at Orkla fortsetter sitt engasjement innen bærekraft og holder øye med markedet for bærekraftige produkter.

EU og EØS avtalen utgjør også muligheter for Orkla da det muliggjør drift av virksomheten på tvers av ulike land i Europa. Dette gir konsernet muligheten til å utvide sin virksomhet og til å ta del i flere markeder.

3.3.4 Trusler

Det at dagligvarekjedene i Norge har egne merkevarer som er noe billigere enn andre dagligvareprodukter er en mulig trussel for Orkla. Disse merkevarene ser også ut til å øke i popularitet noe som er negativt for Orklas virksomhet. Det at det er relativt få dagligvarekjeder i Norge medfører også en trussel for Orkla dersom sluttforbrukerne blir mindre og mindre lojale overfor Orkla sine produkter. Dette på grunn av at Orklas kunder (dagligvarekjedene) da vil ende med å få større makt overfor Orkla, noe som i sin tur vil kunne påvirke Orklas salgsbetingelser negativt.

Endringer i klimaet vil også kunne utgjøre en trussel for Orkla, da dette vil kunne påvirke Orklas innkjøps- og energipriser. Klimaendringer utgjør dermed en trussel da det vil kunne medføre høyere kostnader for Orkla i tiden fremover.

Valutakursen vil også kunne utgjøre en trussel for Orkla som følge av at den vil ha innvirkning på kostnadene og inntjeningen ved import og eksport. En svak krone vil gjøre eksporten mer fordelaktig, men importen vil bli dyrere. Det motsatte vil være tilfellet ved en sterk krone.

4 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen skal gi et helhetlig bilde av Orklas økonomiske situasjon. Analysen strekker seg fra 2016 og frem til 2020, hvor årsrapporten for 2020 er den nyeste som er offentliggjort. Regnskapsanalysen skal belyse selskapets økonomiske situasjon og historiske utvikling, samt gi et retningsbilde for bedriftens fremtidige utvikling. Tall er hentet fra Orklas årsrapporter fra 2016 til 2020, samt definisjoner og formler er hentet fra Trond Kristoffersen sin bok *Årsregnskapet: en grunnleggende innføring* fra 2019.

Vi kommer til å se på fire avgjørende forhold i regnskapsanalysen. Det er lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet.

4.1 Resultatregnskap

Tabell 3 Resultatregnskap

Resultatregnskap Alle tall i millioner kroner	2016	2017	2018	2019	2020
Salgsinntekter	37 092	39 324	40 629	43 381	46 962
Andre driftsinntekter	666	237	208	234	175
Driftsinntekter	37 758	39 561	40 837	43 615	47 137
Varekostnader	- 18 712	- 19 718	- 20 348	- 21 696	- 23 430
Lønnskostnader	- 7 259	- 7 567	- 7 734	- 8 202	- 8 971
Andre driftskostnader	- 6 343	- 6 457	- 6 764	- 6 886	- 7 300
Avskrivninger, amortiseringer og nedskrivninger	- 1 146	- 1 184	- 1 214	- 1 743	- 1 944
Driftsresultat før andre inntekter og kostnader	4 298	4 635	4 777	5 088	5 492
Andre inntekter og kostnader	- 382	- 201	- 482	- 561	- 930
Driftsresultat	3 916	4 434	4 295	4 527	4 562
Resultat fra tilknyttede og felleskontrollerte selskaper	488	313	264	659	1 000
Renteinntekter	83	90	24	18	20
Rentekostnader	- 260	- 239	- 183	- 210	- 182
Andre finansinntekter	270	76	7	15	9
Andre finanskostnader	- 205	- 103	- 49	- 78	- 61
Resultat før skattekostnad	4 292	4 571	4 358	4 931	5 348
Skattekostnad	- 807	- 980	- 1 004	- 1 033	- 926
Resultat etter skattekostnad fra videreført virksomhet	3 485	3 591	3 354	3 898	4 422
Gevinst/tap/resultat ikke videreført virksomhet	890	5 066	-	-	-
Årsresultat	4 375	8 657	3 354	3 898	4 422

Driftsresultatet har i hele perioden ligget jevnt rundt 4500 millioner kroner, hvor driftsresultatet for 2018 skiller seg litt ut ved noe lavere resultat. Resultat etter skatt viser en positiv utvikling de tre siste årene, med en økning på 16,2 % fra 2018 til 2019. Samt en økning i resultat etter skatt på 13,4 % fra 2019 til 2020. I perioden 2017 til 2020 økte resultat etter skatt med 23%.

Posten «Gevinst/tap/resultat ikke videreført virksomhet» har ligget på null i alle år bortsett fra 2017. Gevinsten på 5 066 millioner i 2017 skyldes salget av Orklas 50% eierandel i Sapa til Hydro (Orkla, 2017; 2019). Dette var i tråd med Orklas strategi om å være et ledende merkevareselskap.

4.2 Balanse

Tabell 4 Balanse

Balanse Alle tall i millioner kroner	2016	2017	2018	2019	2020
Eiendeler					
Varige driftsmidler	11 038	11 683	12 760	15 402	16 274
Immaterielle eiendeler	18 241	19 881	20 577	22 727	24 209
Eiendeler ved utsatt skatt	102	40	33	27	125
Investeringer i tilknyttede og felleskontrollerte selskaper	12 508	3 683	3 849	4 176	4 799
Andre eiendeler	640	425	488	408	569
Sum langsiktige eiendeler	42 529	35 712	37 707	42 740	45 976
Varelager	5 195	5 684	5 875	5 868	6 530
Beholdning av eiendom under utvikling	70	113	132	90	96
Kunde- og andre handelsfordringer	5 597	6 165	5 990	6 078	6 256
Andre fordringer	902	883	814	-	-
Aksjer og finansielle eiendler	107	17	13	968	936
Likvide midler	1 204	4 834	1 978	1 669	3 213
Sum kortsiktige eiendeler	13 075	17 696	14 802	14 673	17 031
Sum eiendeler	55 604	53 408	52 509	57 413	63 007
Egenkapital og gjeld					
Innskutt egenkapital	1 994	1 995	1 971	1 972	1 972
Opptjent egenkapital	31 480	32 413	31 658	32 480	35 270
Minoriteter	402	430	451	460	462
Sum egenkapital	33 876	34 838	34 080	34 912	37 704
Rentebærende gjeld	7 172	4 820	4 775	7 783	9 359
Forpliktelser ved utsatt skatt	1 591	1 604	1 566	1 619	1 681
Avsetninger og annen gjeld	2 555	3 130	3 060	3 181	3 390
Sum langsiktig gjeld	11 318	9 554	9 401	12 583	14 430
Rentebærende gjeld	2 496	359	455	803	664
Skyldig periodeskatt	647	583	686	533	380
Leverandør- og annen handelsgjeld	4 329	4 940	4 907	5 591	6 526
Annen gjeld	2 938	3 134	2 980	2 991	3 303
Sum kortsiktig gjeld	10 410	9 016	9 028	9 918	10 873
Sum egenkapital og gjeld	55 604	53 408	52 509	57 413	63 007

Balansen har hatt en positiv utvikling fra 2016 til 2020, med en liten nedgang i 2017 og 2018, slik som resultatet etter skatt.

4.3 Lønnsomhet

Lønnsomhetsanalyse er prosessen hvor inntekter og kostander sammenlignes for å se om Orkla er økonomisk lønnsom. Lønnsomhetsanalyse er essensiell fordi potensielle investorer bruker dette som vurderingsgrunnlag i investeringer. Orklas evne til å skape overskudd er av stor betydning for deres mulighet til å tiltrekke seg ny kapital.

Vi kommer først til å se på tre nøkkeltall for lønnsomhet. Vi vil se på resultatmargin, total kapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet før skatt.

4.3.1 Resultatmargin

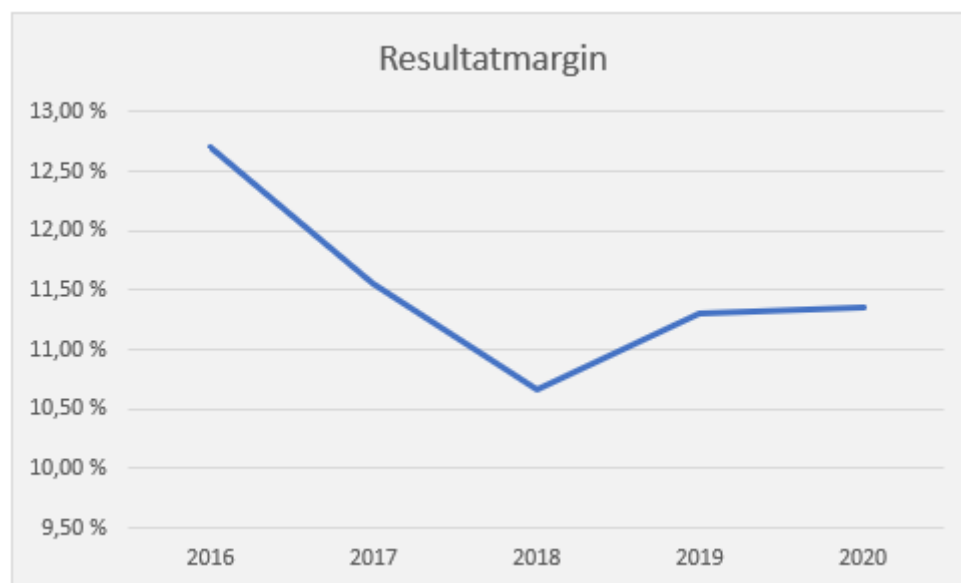
Ifølge Kristoffersen (2019, s. 450) viser resultatmarginen hvor mye en bedrift har tjent på årets virksomhet før det tas hensyn til ekstraordinære poster. Det er mulig å regne ut resultatmargin både før og etter skatt. Vi velger å regne ut før skatt siden skattesatsen kan endres over tid, og dette medfører ulike, og ikke helt sammenlignbare resultater.

Resultatmargin har følgende formel:

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

Tabell 5 Resultatmargin

År	2016	2017	2018	2019	2020
Resultatmargin	12,70 %	11,55 %	10,67 %	11,31 %	11,35 %



Figur 3 Resultatmargin

Tabell 5 viser at resultatmarginen har ligget litt over 11% alle år bortsett fra 2018, noe som må kunne sies å være godkjent. Resultatmarginen var best i 2016, og den har hentet seg noe inn igjen etter bunnen i 2018.

4.3.2 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten viser den totale avkastningen Orkla har hatt på all investert kapital. Dette innebærer Orklas evne til å forvalte sine ressurser. Totalkapitalrentabiliteten har følgende formel:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig sum eiendeler}}$$

Tabell 6 Totalkapitalrentabilitet

År	2016	2017	2018	2019	2020
Totalkapitalrentabilitet	7,62 %	8,27 %	8,12 %	8,26 %	7,59 %



Figur 4 Totalkapitalrentabilitet

I perioder med lav prisstigning regnes totalkapitalrentabilitet på over 10% som god, og totalkapitalrentabilitet på over 15% som meget god. Hva som regnes som godt for Orkla, kommer likevel an på deres risiko. Norges bank har anslått konsumpris med inflasjon på nær 2 % som lav (Norges Bank, 2019). Tall fra SSB viser prisstigning på 1,7 % i 2017, 3,6 % i 2018, 1,8 % i 2019 og 1,4 % i 2020 (SSB, 2022b). Gitt de historiske prisstigningene burde totalkapitalrentabiliteten til Orkla vært noen prosent høyere for å kunne regnes som god.

Vel og merke var den gjennomsnittlige total kapitalrentabiliteten til norske aksjeselskaper 8,3 % i 2017, mot Orklas 8,27 %.

Tabell 6 viser en nedgang i total kapitalrentabiliteten fra 2017 til 2020, og tallene er lavere enn ønsket. Det er vanlig å utelukke ekstraordinære poster i vurderingen av total kapitalrentabilitet, og derfor regnes ikke salget av Sapa i 2017 med. Dersom salget av Sapa hadde blitt inkludert ville total kapitalrentabiliteten vært 17,68 % i 2017, som anslagsvis er veldig godt.

4.3.3 Egen kapitalrentabilitet før skatt

For aksjonærene er egen kapitalrentabiliteten et svært interessant nøkkeltall å analysere. Dette nøkkeltallet viser eiernes avkastning på investeringer i Orkla. Egen kapitalrentabiliteten bør være høyere enn total kapitalrentabiliteten. Dette fordi total kapitalrentabiliteten avhenger av den totale kapitalen i Orkla, altså både gjeld og egen kapital, mens egen kapitalrentabilitet kun tar høyde for egen kapital. Investorer tar en høyere risiko enn hva kreditorer gjør, derfor forlanger de også høyere avkastning.

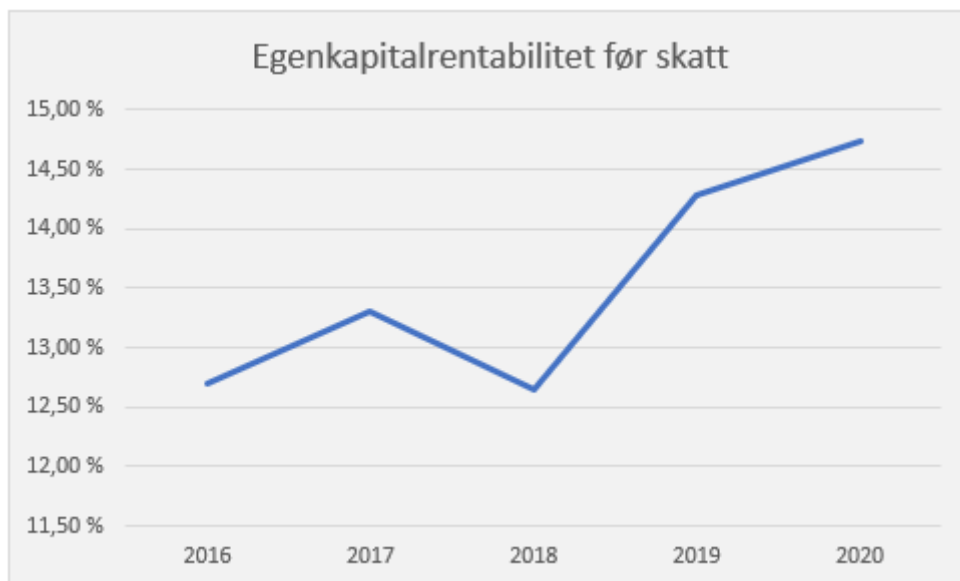
Vi benytter oss av egen kapitalrentabilitet før skatt i denne analysen selv om egen kapitalrentabilitet etter skatt er det som er av størst interesse for investorer. Årsaken til dette er at varierende skattesatser problematiserer sammenligning mellom ulike år.

Egen kapitalrentabilitet før skatt har følgende formel:

$$\text{Egen kapitalrentabilitet før skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} * 100 \%}{\text{Gjennomsnittlig egen kapital}}$$

Tabell 7 Egen kapitalrentabilitet før skatt

År	2016	2017	2018	2019	2020
Egen kapitalrentabilitet før skatt	12,69 %	13,30 %	12,65 %	14,29 %	14,73 %



Figur 5 Egenkapitalrentabilitet før skatt

Tabell 7 og figur 5 viser en positiv historisk utvikling de siste årene, samt en liten nedgang i 2018. Gitt samme utvikling kan egenkapitalrentabiliteten bli 15% i 2021.

Egenkapitalrentabiliteten før skatt er høyere enn total kapitalrentabiliteten alle de siste årene, og dette er positivt for selskapet.

4.4 Finansiering

Hittil har vi fokusert på analyser hovedsakelig basert på resultatregnskapet.

Finansieringsanalyser går dypere inn i balanseregnskapet og ser på sammensetningen av Orklas eiendeler. Vi kommer til å se på arbeidskapital og finansieringsgrad 1.

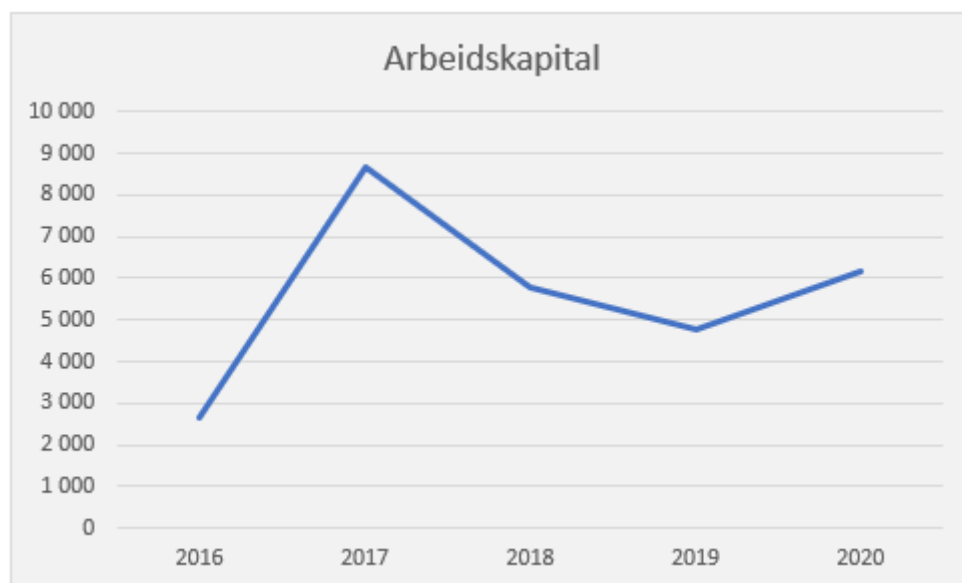
4.4.1 Arbeidskapital

Arbeidskapital er det nøkkeltallet som ser på hvor mye av omløpsmidlene som er langsiktig finansiert. Arbeidskapitalen bør være positiv, for hvis den er negativ innebærer det at omløpsmidlene kun er kortsiktig finansiert, og kortsiktig finansiering er som oftest dyrere enn langsiktig finansiering. Arbeidskapital har følgende formel:

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

Tabell 8 Arbeidskapital

År	2016	2017	2018	2019	2020
Arbeidskapital	2 665	8 680	5 774	4 755	6 158



Figur 6 Arbeidskapital

Tabell 8 viser sterk økning fra 2016 til 2017, men med en negativ utvikling de neste årene og en liten korreksjon opp i 2020, men fortsatt lavere arbeidskapital enn i 2017. Dette skyldes i hovedsak, som vi kan se av tabell 9, en nedgang i omløpsmidler fra 2017 til 2018 på 16,35 % mot en økning på 0,13 % i kortsiktig gjeld i samme periode. Fra 2018 til 2019 økte kortsiktig gjeld med 9,86 %, og omløpsmidlene økte med 16,07 % fra 2019 til 2020.

Tabell 9 Prosentvis endring i omløpsmidler og kortsiktig gjeld sammenlignet med foregående år

	2017	2018	2019	2020
Omløpsmidler	17 696	14 802	14 673	17 031
% endring		-16,35 %	-0,87 %	16,07 %
Kortsiktig gjeld	9 016	9 028	9 918	10 873
% endring		0,13 %	9,86 %	9,63 %

4.4.2 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 viser hvor stor andel av anleggsmidlene som er langsiktig finansiert. Langsiktig kapital vil si egenkapital og langsiktig gjeld. Finansieringsgrad 1 bør helst være lavere enn 1, da det innebærer at alle anleggsmidlene er langsiktig finansiert. Dette gir mening siden anleggsmidler er langsiktige eiendeler, som selvfølgelig bør finansieres med langsiktig

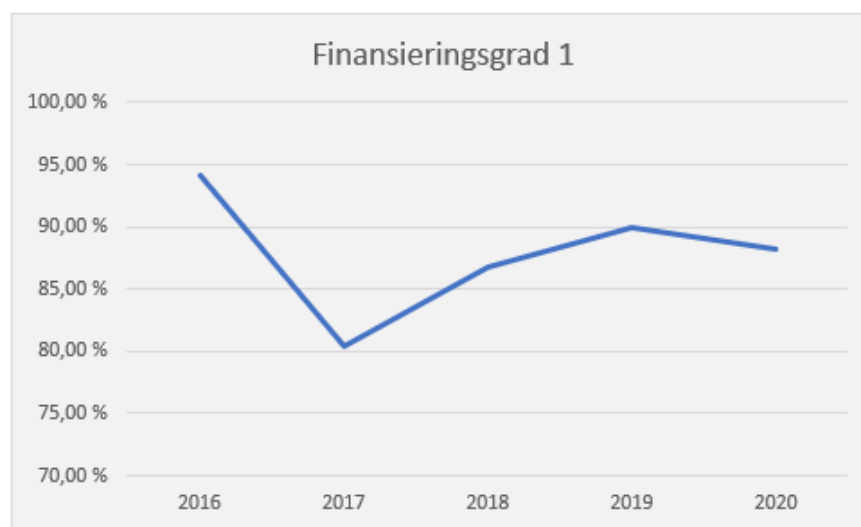
kapital. Med en finansieringsgrad lavere enn 1 har man mulighet til å finansiere noen av de kortsiktige eiendelene med langsiktig kapital, noe som er billigere enn kortsiktig kapital.

Finansieringsgrad 1 har følgende formel:

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

Tabell 10 Finansieringsgrad 1

År	2016	2017	2018	2019	2020
Finansieringsgrad 1	94,10 %	80,45 %	86,72 %	89,99 %	88,19 %



Figur 7 Finansieringsgrad 1

Figur 7 viser utviklingen for finansieringsgrad 1. Nøkkeltallet er under 1 alle årene, noe som er optimalt. Vi ser at det er noe høyt i 2016, men har korrigert seg noe ned i løpet av perioden. Sikkerhetsmarginen var størst i 2017. Ved å se nærmere på 2016 opp mot 2017 i balansen finner vi årsaken til finansieringsgrad 1 er såpass høy i 2016. I 2016 er de langsiktige eiendelene omtrentlig 7 000 millioner mer enn i 2017, mens den langsiktige kapitalen er tilnærmet uendret disse årene. Etter dippen i 2017 i langsiktige eiendeler har de økt jevnt og trutt, noe som har økt nivået til finansieringsgrad 1 de siste årene.

4.5 Soliditet

Soliditet omhandler hvor godt en bedrift tåler tap, og det er svært sentralt å se på nettopp hvor godt Orklas soliditet er. Sentrale nøkkeltall er da egenkapitalandel og gjeldsgrad som gir en god pekepinn på akkurat hvor godt et selskaps evne til å tåle tap er.

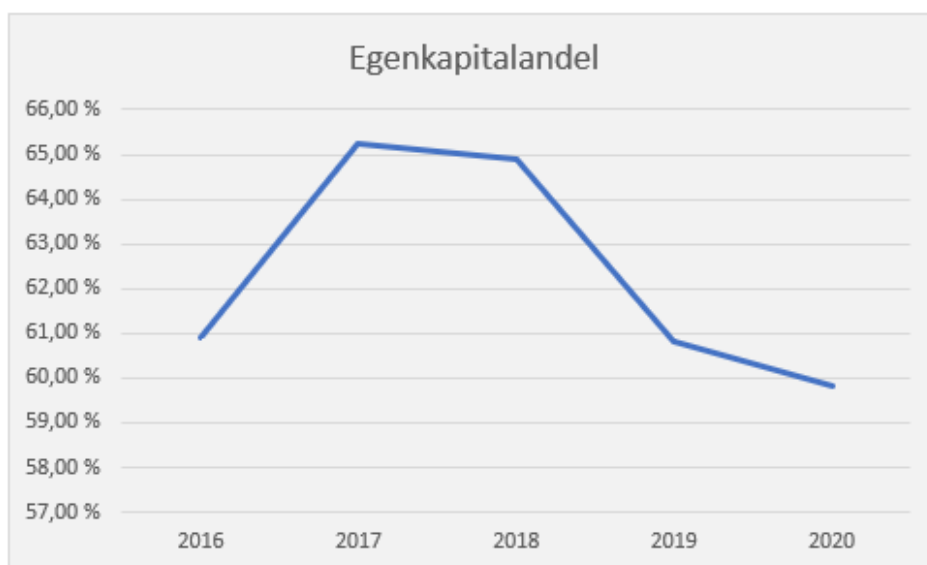
4.5.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandel måler selskapets egenkapital opp mot totalkapitalen. Egenkapitalandel har følgende formel:

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

Tabell 11 Egenkapitalandel

År	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapitalandel	60,92 %	65,23 %	64,90 %	60,81 %	59,84 %



Figur 8 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen forteller hvor stor andel av eiendelene som er finansiert av eierne i forhold til totalkapitalen. Det finnes ikke noe bestemte retningslinjer for hvor stor egenkapitalandelen bør være, men egenkapitalandel på over 50 % anses som solid. Vi ser her at Orkla har en egenkapitalandel som har ligget relativt stabilt rundt 60 %, noe som er godt. Orkla som er et godt etablert selskap har mindre sannsynlighet for å gå konkurs, enn nyetablerte bedrifter med lavere egenkapitalandel. En huskeregel er at Orkla bør ha så stor egenkapitalandel at selskapet evner å betale utbytte til aksjonærene. Dette tyder på god soliditet. Orkla har også i sine årsrapporter annonsert årlige utbytter på rundt 2,5 kr per aksje.

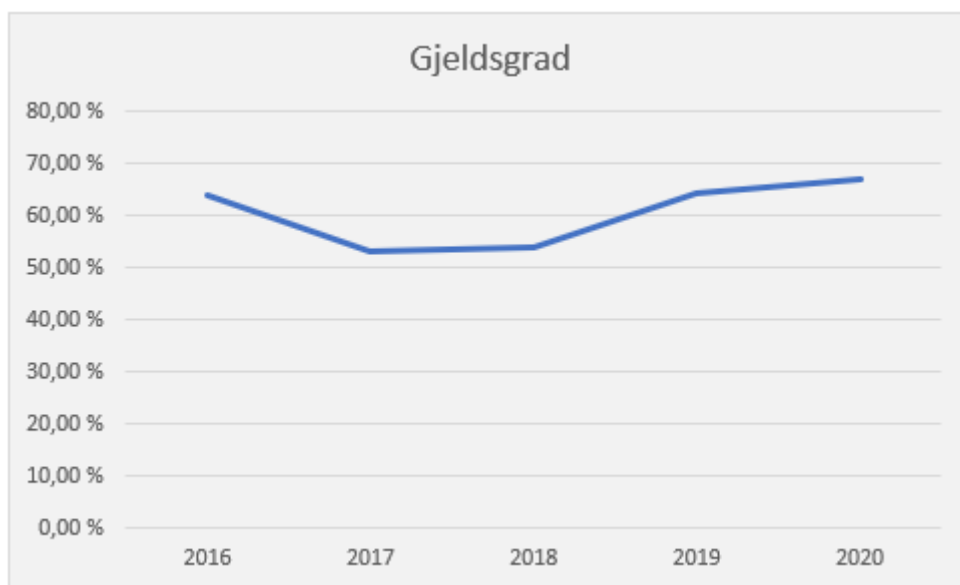
4.5.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgrad ser på gjeld opp mot egenkapital. Desto lavere gjeldsgrad, desto bedre. Dette som følge av at høyere gjeldsgrad innebærer høyere risiko ved investering. En lavere gjeldsgrad er derfor et tegn på god soliditet. Gjeldsgrad har følgende formel:

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld} * 100\%}{\text{Egenkapital}}$$

Tabell 12 Gjeldsgrad

År	2016	2017	2018	2019	2020
Gjeldsgrad	64,14 %	53,30 %	54,08 %	64,45 %	67,11 %



Figur 9 Gjeldsgrad

Som vi kan se av figur 9 så hadde Orkla i 2017 og 2018 en gjeldsgrad på ca. 50 %.

Gjeldsgraden har økt noe de to siste årene, men selv med en økende gjeldsgrad vil vi ikke påstå at Orkla befinner seg i en uforsvarlig kapital situasjon. Gjeldsgrad og egenkapitalandel har negativ samvariasjon, noe vi kan se av figur 8 og 9.

4.6 Likviditet

En likviditetsanalyse innebærer en analyse av Orklas betalingsevne, samt selskapets evne til å betale forpliktelser ved forfall. Vi vil her se på likviditetsgrad 1 og 2.

4.6.1 Likviditetsgrad 1 og 2

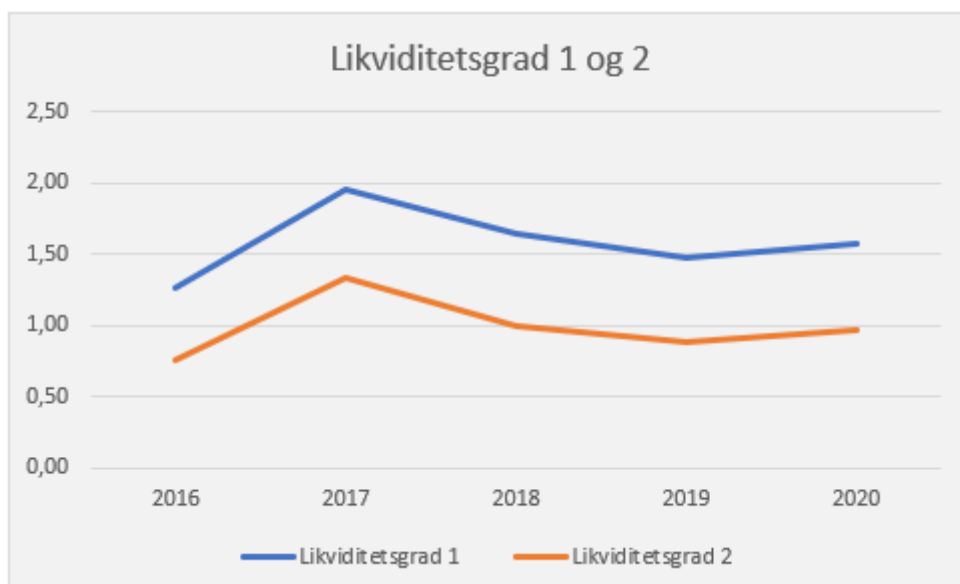
Likviditetsgrad 1 er forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, mens likviditetsgrad 2 er forholdet mellom de mest likvide omløpsmidlene og kortsiktig gjeld. I vår analyse av likviditetsgrad 2 har vi derfor utelatt varelager, da dette er et omløpsmiddel som ikke anses å være blant de mest likvide omløpsmidlene. Formlene for likviditetsgrad 1 og 2 er følgende:

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

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

Tabell 13 Likviditetsgrad 1 og 2

År	2016	2017	2018	2019	2020
Likviditetsgrad 1	1,26	1,96	1,64	1,48	1,57
Likviditetsgrad 2	0,76	1,33	0,99	0,89	0,97



Figur 10 Likviditetsgrad 1 og 2

Likviditetsgrad 1 bør være høyere enn 2, noe vi kan se av tabell 13 og figur 10 at den ikke har vært noen av årene. Vi ser også at likviditetsgrad 2 er like under 1 de fleste årene, altså lavere enn anbefalt nivå på minimum 1. Likviditeten til Orkla er dermed noe dårligere enn anbefalt.

4.7 Oppsummering regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen viser at Orkla er et solid selskap, med fornuftige nøkkeltall. Orkla har hatt positivt årsresultat alle fem årene, med høyest verdi i 2017 grunnet salget av Sapa. Ellers har resultatet ligget stabilt rundt 3 500 til 4 000 millioner. Resultatmarginen har hatt en nedgang fra toppåret i 2016, men har holdt seg stabil rundt 11 % de siste årene. Orklas total kapitalrentabilitet kan vi ikke si er tilfredsstillende. Best var den i 2017, med 8,27 %. Egenkapitalrentabiliteten skal helst være høyere enn total kapitalrentabiliteten, noe den har vært. Den har hatt en positiv utvikling fra 12,69 % i 2016 til 14,73 % i 2020.

Arbeidskapitalen har vært god i alle fem årene. Den skal være positiv fordi det viser at en del av omløpsmidlene er langsiktig finansiert. Finansieringsgrad 1 har vært lavere enn 1 alle årene. Orkla hadde den beste verdien i 2017, hvor sikkerhetsmarginen var 80,45 %.

Selskapets egenkapitalandel har vært tilfredsstillende alle fem årene. Snitt på 62 % anses som godt. Gjeldsgraden snitter på 60 % for alle fem årene. Høyere gjeldsgrad innebærer høyere risiko ved investeringer, men vi synes ikke Orkla har uforsvarlig soliditet av den grunn.

Likviditetsgrad 1 og 2 ligger under anbefalt nivå. Likviditetsgrad 1 bør være høyere enn 2, og Orkla snitter på 1,58, med høyeste verdi på 1,96 i 2017. Likviditetsgrad 2 bør være høyere enn 1, og Orkla snitter på 1.

5 Finansiell analyse

Den finansielle analysen vil føre til et estimat av Orklas markedsverdi, og er det som benyttes for å svare på oppgavens problemstilling. Den finansielle analysen vil foregå på to måter, først ved en fundamental verdsettelse, hvor vi finner markedsverdien per 31.12.2020 ved å estimere fremtidige kontantstrømmer og diskontere disse med et beregnet avkastningskrav. Det vil også gjennomføres en markedsbasert verdsettelse hvor vi ved hjelp av multipler kommer frem til en verdi for Orkla per 31.12.2020 ved å vurdere forholdstallene med sammenlignbare selskapers forholdstall.

Teorien i denne delen av oppgaven vil i hovedsak hentes fra *Principles of Corporate Finance* (2020) av Brealy, Myers og Allen, dersom ikke annet er spesifisert.

5.1 Fundamental verdsettelse

I den fundamentale verdsettelsen baserer vi oss på prognostiserte fremtidige kontantstrømmer som så diskonteres til dagens verdi. For å få diskontert tilbake til dagens verdi må vi estimere et avkastningskrav ut fra tall fra regnskapsanalysen og fra Orklas årsrapporter.

5.1.1 Diskontert kontantstrømmetode

Diskontert kontantstrømmetode benytter estimater av fremtidige frie kontantstrømmer basert på historiske regnskapstall. De frie kontantstrømmene utgjør det som ellers kunne ha blitt utbetalt til eiere etter nødvendige investeringer for vekst. Det er mulig å benytte flere metoder for å diskontere kontantstrømmene, men i denne oppgaven benyttes WACC som selskapets avkastningskrav. Når man benytter WACC finner man selskapets kapitalkostnad når egenkapital og gjeld er vektet etter deres respektive andel av totalkapitalen.

5.1.2 Avkastningskrav

Ved neddiskontering av kontantstrømmene benytter vi oss av et avkastningskrav for totalkapitalen. Avkastningskravet anses som en alternativkostnad som representerer den avkastning eierne kunne oppnådd ved andre investeringer med tilsvarende risiko. Ved utregning av avkastningskravet benytter vi oss av WACC, som har følgende formel:

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

Hvor:

- r_e = avkastning på egenkapitalen
- E = egenkapitalandel
- D = gjeldsandel
- r_d = gjennomsnittlig lånerente
- T_C = skattesats

5.1.2.1 Beregning av kapitalverdien (CAPM)

Før vi kan regne ut avkastningskravet til total kapitalen må vi finne avkastningen på egenkapitalen (r_e), bedre kjent som kapitalverdimodellen. Kapitalverdimodellen forklarer sammenhengen mellom risiko og forventet avkastning for aksjene i selskapet. Forkortelsen for kapitalverdimodellen er CAPM.

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

5.1.2.2 Risikofri rente (r_f)

Risikofri rente er den avkastningen investorer kan få ved å investere all kapital risikokritt. Vi velger å bruke årsgjennomsnittet på tiårige statsobligasjoner som risikofri rente. Dette fordi vi antar at det ikke er noen mulighet for at den norske stat ikke vil innfri sine lån. Den tiårige renten for 2021 har ikke kommet ut enda (per. 02.02.2022), derfor benytter vi renten for 2020 som var på 0,82% (Norges Bank, 2021). Vi justerer med hensyn på inflasjonen i 2020 som var på 2,5% (SSB, 2022b). Det gir oss en risikofri rente på til sammen på 3,32%.

5.1.2.3 Markedets risikopremie ($r_m - r_f$)

Markedets risikopremie er differansen mellom avkastningen på markedsporteføljen og den risikofrie renten. Dette er den ekstra avkastningen som kreves av en investor for å investere sin kapital i noe annet enn i risikofrie investeringer. I følge PwC var markedsrisikopremien i 2021 på 5 % og har holdt seg uendret siden 2020 (PwC, 2021).

5.1.2.4 Beta (β)

Betaverdien til Orkla forklarer den systematiske risikoen til selskapet i dets aktuelle marked. Betaverdien ligger vanligvis mellom 0 og 2, og viser hvordan selskapet svinger i forhold til markedet. Markedets beta er alltid 1. Det vil si at dersom Orkla sin beta er lavere enn 1 har selskapet lavere volatilitet enn markedet, og motsatt dersom beta er høyere enn 1. Formelen for beta er følgende:

$$\beta_{Orkla} = \frac{\text{Kovarians}(R_{Orkla} * R_m)}{\text{Varians}(R_m)}$$

Hvor:

- R_{Orkla} = avkastningen til Orkla
- R_m = avkastningen til markedsporteføljen.

Ved utregning av Orklas beta har vi valgt å benytte OBX-indeksen som markedsporteføljen. Vi valgte å sammenligne med OBX grunnet vår kjennskap til denne børsen og vårt forhold til det norske børsmarkedet. Oslo børs er som kjent veldig oljetung, noe som kan være uheldig i en sammenligning med Orkla. Vi kunne isteden valgt den tyske børsen (DAX), som er mer industri tung. Men det kjennes riktigere å sammenligne med et marked vi har et forhold til.

Orklas beta er funnet ved å dividere kovariansen mellom Orkla og markedets avkastning de siste fem årene på variansen til markedet de siste fem årene. Dette resulterte i en beta på 0,1213.

5.1.2.5 Utregning av CAPM

Ettersom alle variablene vi trenger for å beregne CAPM nå er kjent, setter vi disse inn i formelen som vist tidligere og finner CAPM:

$$r_E = 0,1213 * 5 \% + 3,32 \% = 3,93 \%$$

5.1.2.6 Beregning av total kapitalens avkastningskrav (WACC)

For å regne ut avkastningen på total kapitalen trenger vi å finne egenkapitalandel, gjeldsandel og gjennomsnittlig lånerente. Disse tallene er hentet fra årsrapporten til Orkla for 2020 (Orkla, 2021, s. 251). Tallene samsvarer med de beregnede verdiene i regnskapsanalysen.

Tabell 14 Egenkapitalandel, gjeldsandel og rentenivå

	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapitalandel	60,9 %	65,2 %	64,9 %	60,8 %	59,8 %
Gjeldsandel	39,1 %	34,8 %	35,1 %	39,2 %	40,2 %
Rentenivå	1,8 %	2,2 %	3,4 %	2,5 %	1,8 %

Vi ser at verdiene varierer en del fra år til år, men vi velger å benytte egenkapitalandel og gjeldsandel fra 2020 siden dette er de nyeste tilgjengelige tallene. Vi velger å benytte oss av gjennomsnittlig lånerente på 3,3% grunnet en forventning om økning i tiden fremover, grunnet høy inflasjon og Norges Banks justering av styringsrenten. Gjennomsnittlig skattesats i konsernet er på 21,3 %, og det er denne skattesatsen som vil benyttes i beregningen av WACC (Orkla, 2021, s. 25).

Dette gir da følgende avkastningskrav på total kapitalen for Orkla:

$$\text{WACC} = 3,93 \% * 59,8 \% + 3,3 \% * 40,2 \% * (1 - 0,213) = \underline{3,39 \%}$$

5.1.3 Estimert kontantstrøm

For å muliggjøre verdsettelse av Orkla, må fremtidige kontantstrømmer estimeres. Dette gjøres på bakgrunn av Orklas historiske regnskapstall. Tallene som presenteres i de følgende tabellene er i millioner kroner.

5.1.3.1 Inntekter

For Orkla har veksten i de historiske driftsinntektene i perioden 2016-2020 variert mellom 3,23 % og 7,73 % i henholdsvis 2018 og 2019. Over den siste femårsperioden har gjennomsnittsveksten vært på 5,80%. Driftsinntekter inneholder både driftsinntekter og andre inntekter for 2019 og 2020. I årsrapportene for 2016-2018 er det ikke spesifisert hva som regnes som “andre inntekter” og “andre kostnader”. Siden posten “andre inntekter og kostnader” er negativt, antar vi at hele posten regnes som “andre kostnader”.

Tabell 15 Historiske og estimerte driftsinntekter

Historiske verdier					
År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekt	37 758	39 561	40 837	43 994	47 282
Endring i %		4,78 %	3,23 %	7,73 %	7,47 %

Gjennomsnittsvest	5,80 %
-------------------	--------

Estimerte verdier					
År	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekt	48 700	50 161	51 666	53 216	54 813
Endring i %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %

De kommende årene antar vi at veksten vil reduseres noe som følge av at grensehandelen vil ta seg opp igjen på grunn av åpningen av landene igjen etter koronapandemien. Med åpningen kommer også mer utenlandsreiser, noe som medfører mer taxfreehandel og færre nordmenn som tilbringer sommeren i Norge. Dette vil kunne bidra til lavere vekst enn det som har vært de siste par årene for Orkla. Med full åpning av landet vil andelen som besøker serveringssteder trolig ta seg opp, noe som vil ha negativ påvirkning på dagligvareomsetningen.

Orkla selger produkter innen mer enn kun mat når det gjelder dagligvarer i tillegg til at de har virksomhet i annet enn dagligvarer også. Dette gjør at vi justerer vekstestimatene noe ned sammenlignet med foregående år, men ikke til negative nivåer. Vi legger derfor til grunn en årlig vekst på 3 % de kommende årene.

5.1.3.2 Kostnader

Av tabell 16 kan vi se at driftskostnadene økte omtrent like mye i 2017 og 2018, hvor økningen var på henholdsvis 3,80 % og 4,03 %. Dette har doblet seg til årene 2019 og 2020 hvor driftskostnadene har økt med henholdsvis 8 % og 8,24 %. Vi ser at det er en viss samvariasjon i økning av driftsinntekter og driftskostnader, men at driftskostnadene jevnt over øker noe mer enn driftsinntektene. Vi estimerer derfor økningen i driftskostnadene noe høyere enn økningen i driftsinntektene.

Tabell 16 Historiske og estimerte driftskostnader

Historiske verdier					
År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftskostnader	33 842	35 127	36 542	39 467	42 720
Endring i %		3,80 %	4,03 %	8,00 %	8,24 %

Gjennomsnittsvekst	6,02 %
--------------------	--------

Estimerte verdier					
År	2021	2022	2023	2024	2025
Driftskostnader	44 194	45 719	47 296	48 928	50 616
Endring i %	3,45 %	3,45 %	3,45 %	3,45 %	3,45 %

5.1.3.4 Skatt

Den alminnelige selskapsskattesatsen i Norge i 2020 var på 22 %, mens Orklas gjennomsnittlige skattesats var noe lavere på 21,3 % (Orkla, 2021, s. 25). Vi antar at Orklas skattesats vil ligge stabilt på dette nivået. Dersom det skulle skje noen endring i Orklas skattesats forventer vi heller at den vil synke i framtiden i og med at trenden i selskapsskattesatsen verden over er synkende (Bray, 2021).

5.1.3.5 Netto investeringer

Netto investeringer har hatt en positiv vekst de siste fem årene. Gjennomsnittet er 2 169 millioner kroner. Vi estimerer at verdiene fremover vil synke ned mot gjennomsnittet for de foregående årene. I tillegg vil det være urimelig å tro at nettoinvesteringer vil ha en positiv vekst hvert år, fem år frem i tid. Dette særlig når man tar i betraktning de forventede rentehevingene av Sentralbanken.

Tabell 17 Historiske og estimerte netto investeringer

Netto investeringer	2016	2017	2018	2019	2020
Historiske tall	1 634	1 763	2 331	2 527	2 590

Gjennomsnitt	2 169
--------------	-------

Netto investeringer	2021	2022	2023	2024	2025
Estimerte verdier	2 500	2 450	2 400	2 350	2 300

5.1.3.6 Avskrivninger

For utregning av avskrivningene baserer vi oss på avskrivninger som andel av driftsinntektene. Gjennomsnittlig ligger avskrivningene på 3,41 % av driftsinntektene. Vi estimerer derfor at avskrivningene fremover vil ligge på 3,41 % av driftsinntektene.

Tabell 18 Historiske og estimerte avskrivninger

Historiske verdier					
År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	37 758	39 561	40 837	43 994	47 282
Avskrivninger	1 146	1 184	1 214	1 743	1 944
Andel	3,04 %	2,99 %	2,97 %	3,96 %	4,11 %

Snittandel	3,41 %
------------	--------

Estimerte verdier					
År	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	48 700	50 161	51 666	53 216	54 813
Avskrivninger (3,41%)	1 663	1 713	1 764	1 817	1 872

5.1.3.7 Endring i arbeidskapital

I Orklas årsrapport for 2020 fremgår det at de i perioden 2018-2021 ønsker en reduksjon i netto arbeidskapital som andel av netto salgsverdi på 3 % (Orkla, 2021, s. 8). I 2018 var arbeidskapital som andel av inntekt på 14,1 %. Arbeidskapitalen som andel av driftsinntekt var på 13,02 % i 2020. Vi tror ambisjonen om nedgang på 3 % til 11,1 % vil være for ambisiøs, og setter arbeidskapitalen til 12 %. Arbeidskapital beregnes ved følgende formel:

$$\text{Arbeidskapital} = \text{omløpsmidler} - \text{kortsiktig gjeld}$$

Tabell 19 Estimert endring i arbeidskapital

År	2020
Omløpsmidler	17 031
Kortsiktig gjeld	10 873
Arbeidskapital	6 158
Driftsinntekt	47 282

Arbeidskapital av driftsinntekt 13,02 %

Estimerte verdier					
År	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekt	48 700	50 161	51 666	53 216	54 813
Arbeidskapital	5 844	6 019	6 200	6 386	6 578
Endring arbeidskapital	- 314	175	181	186	192

5.1.4 Estimert verdi

I beregningen av nåverdien av de estimerte kontantstrømmene benytter vi formelen for nåverdi som vist nedenfor. Estimert markedsverdi per 31.12.2020 er regnet ut ved bruk av følgende formel:

$$\text{Nåverdi} = \sum_1^5 \frac{CF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{CF_5(1 + g)}{(1 + WACC)^5}$$

Det siste leddet i formelen ovenfor utgjør terminalverdien. Når det gjelder terminalverdien så er den følsom med hensyn på vekstestimatet. Vi benytter i denne oppgaven den europeiske sentralbankens (ECB) antatte inflasjon i 2023 og 2024 på 1,8 % som vekstestimat (European Central Bank, 2021). Terminalverdien er regnet ut med Gordons formel:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{CF_5(1+g)}{WACC - g}$$

Tabell 20 Estimert verdi av Orkla ASA

År	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	48 700	50 161	51 666	53 216	54 813
Driftskostnader	44 194	45 719	47 296	48 928	50 616
EBITDA	4 507	4 443	4 371	4 289	4 197
Avskrivninger	- 1 663	- 1 713	- 1 764	- 1 817	- 1 872
EBIT	2 844	2 730	2 606	2 472	2 326
Skattekostnad	- 606	- 581	- 555	- 526	- 495
Driftsresultat etter skatt	2 238	2 149	2 051	1 945	1 830
Avskrivninger	1 663	1 713	1 764	1 817	1 872
Netto investeringer	- 2 500	- 2 450	- 2 400	- 2 350	- 2 300
Endring arbeidskapital	- 314	175	181	186	192
Kontantoverskudd	1 087	1 587	1 596	1 598	1 594

Økning i driftsinntekter	3,0 %
Økning i driftskostnader	3,5 %
Avskrivninger	3,41 %
Skattekostnad	21,3 %
WACC	3,39 %
Vekstrate	1,80 %

År	2021	2022	2023	2024	2025
Estimert kontantstrøm	1 087	1 587	1 596	1 598	1 594
Terminalverdi					102 025
Estimert fri kontantstrøm	1 087	1 587	1 596	1 598	103 619

Estimert markedsverdi	93 088
Likvide midler	3 600
Bedriftens verdi	96 688
Rentebærende gjeld	6 380
Estimert verdi av egenkapitalen	90 308

Antall aksjer	1 001 430 970
Estimert aksjekurs 31.12.2020	90,18

Som man kan se av tabellen så ender vi opp med en estimert aksjekurs på 90,18 kr per 31.12.2020 ved diskontering av de estimerte kontantstrømmene med avkastningskravet på 3,39 %. Dette tilsvarer da en markedsverdi av Orkla på 90 308 millioner kr. Til sammenligning var den reelle aksjekursen på samme tidspunkt 87 kr, og den reelle markedsverdien 87 124 millioner. Den estimerte aksjekursen er dermed 3,18 kr høyere enn den reelle kursen per 31.12.2020.

5.2 Markedsbasert verdsettelse

En annen måte å finne verdien til et selskap på er å benytte seg av en markedsbasert verdsettelse, det er en metode som baserer verdien av et selskap på prisen av liknende selskaper, også kalt multiplervurderinger, og ser på multiplene til et selskap for å si om selskapet er overpriset eller underpriset sammenlignet med andre selskaper i samme bransje.

Dette gjøres ved å ta utgangspunkt i tall fra for eksempel resultatregnskapet for så å multiplisere det tallet med en faktor. Formålet her er å beregne fremtidige kontantstrømmer på en indirekte måte. Det er dog viktig at selskapene opererer i samme bransje eller er like av natur. I denne komparative analysen kommer vi til å se på 4 multiplere; P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT og P/B.

Teorien i denne delen av oppgaven vil være hentet fra *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2016) av Kaldestad og Møller, dersom annet ikke er spesifisert.

5.2.1 Sammenlignbare selskaper

Det er tidligere i oppgaven diskutert at det er mangel på liknende selskaper som Orkla i Norge, dette er ikke for å si at det ikke finnes selskaper som har likheter med Orkla. Flere av dagligvareforretningene i Norge er til dels like Orkla sett i lys av at de produserer EMV-produkter, men alt i alt er forretningsmodellen deres svært differensierende fra Orkla sin.

I lys av dette velger vi derfor å se til det internasjonale markedet for å finne selskaper å sammenlikne Orkla med. Vi har da bestemt oss for å sammenlikne Orkla med Procter & Gamble som er et amerikansk selskap som produserer forbrukervarer; eksempler på merkevarer de produserer er; Oral-B, Tide, Gillette, Head & Shoulders og Always.

Vi vil også sammenlikne Orkla med Henkel som er et tysk merkevareselskap som eier flere merkevarer inne skjønnhet, kosmetikk og hygieneprodukter. Det siste selskapet vi skal ta med i sammenlikningen er Kellogg som eier flere merkevarer innen enkle mellommåltider, kjeks og frokostblandinger.

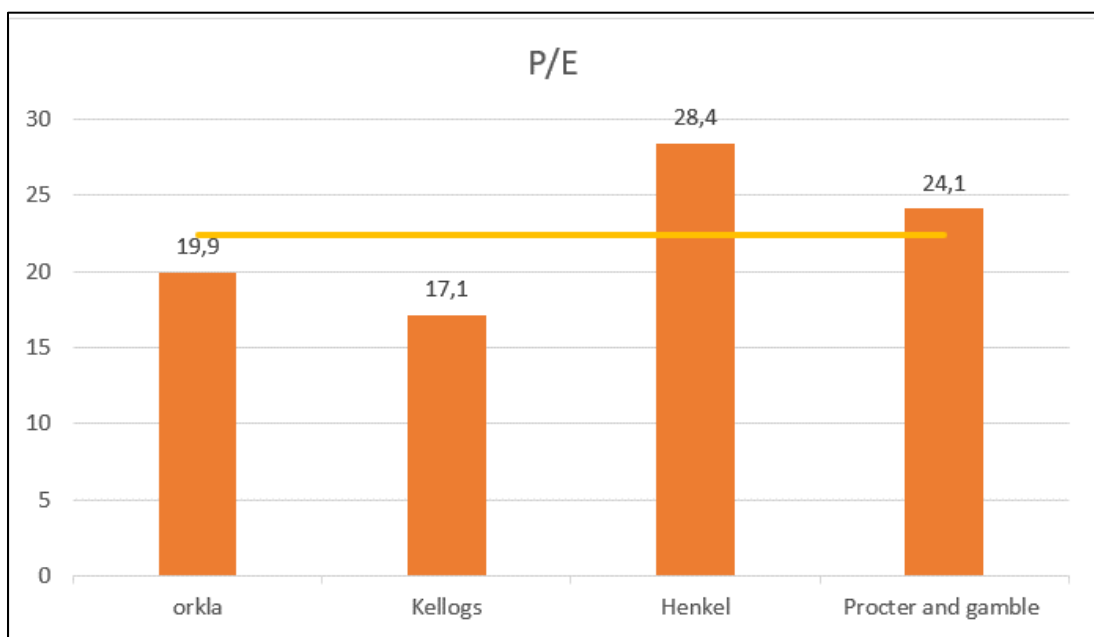
5.2.2 Price to earnings (P/E)

Price/ Earnings multiplene er en av de mest anvendte av de forskjellige multiplene, noe som skyldes at den er enkel å bruke og det er lett å formidle hva den forklarer. Det er en multiplene som egner seg godt for selskaper som har nådd en stabil vekstfase og kan gi et bra estimat på kontantstrømmen til egenkapitalen. Multiplene måler aksjeprisen til et selskap relativt til selskapets EPS (earnings per share) også kalt selskapets resultat per aksje.

Hvis P/E ratioen er høy kan det tyde på at selskapet er overpriset, og hvis den er lav kan det tyde på at selskapet er underpriset. Til tross for at P/E ratio er en enkel måte å vise verdien til selskapet på er det flere ulemper med denne multiplene; den ignorerer sentrale faktorer i verddivurderinger, som risiko, kapitalbehov, hvordan selskapet forholder seg til goodwillnedskrivninger og ikke minst kapitalstruktur. Det byr også på egne utfordringer hvis et selskap ikke er lønnsomt og har et negativt resultat.

Alt i alt er P/E ratio en oversiktlig måte å forklare hvordan et selskap presterer sammenliknet med dets pris. Det kan være verdt å nevne at det i dagens marked ser ut til å være en svingning i investorers interesse fra høy-multiplene aksjer, aksjer med høy P/E ratio - også kalt vekstaksjer, til verdiaksjer som tradisjonelt sett har en lavere P/E ratio slik som Orkla (Fernando, 2021). Formelen for å beregne P/E er følgende:

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



Figur 11 Price-to-Earnings (P/E)

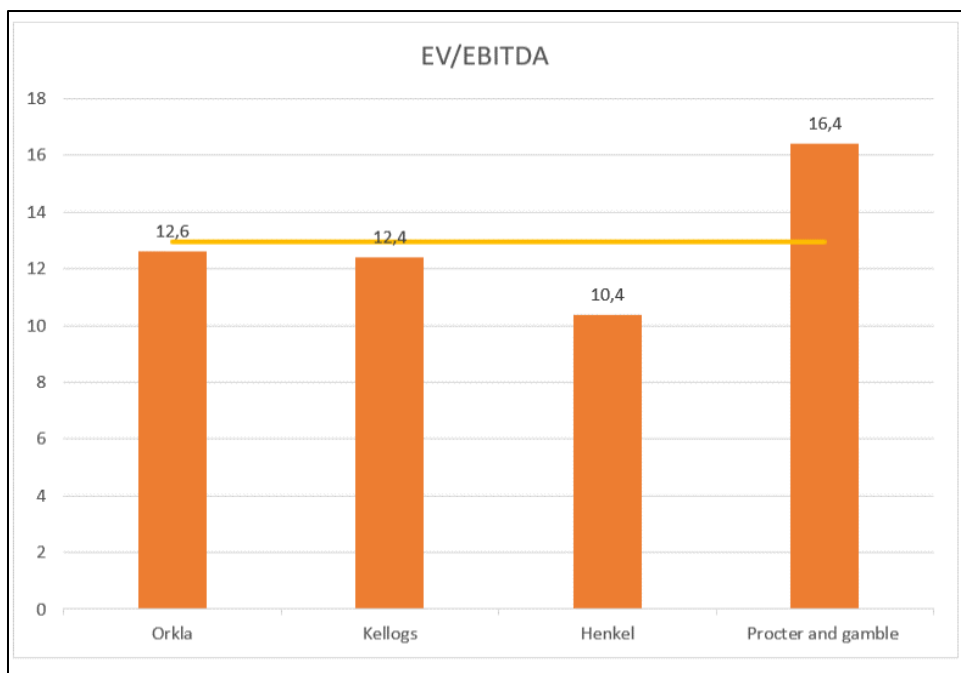
Vi kan lese av grafen at P/E ratioen til de forskjellige selskapene ligger mellom 17,1 og 28,4. Bransjesnittet er illustrert ved den gule linjen og ligger på 22,38. Det fremgår av grafen at særlig Henkel, men også P&G har en P/E-ratio noe høyere enn Orkla som kan tyde på at de er overpriset, har større forventet vekst, har hatt dårlige inntekter eller skyldes forskjeller i regnskapsregler, ellers er det lite som tyder på at selskapene er urealistisk priset ut ifra sin P/E verdi. Kelloggs skiller seg ut i motsatt retning og har den laveste P/E ratioen av alle selskapene. Orkla ligger noe under gjennomsnittet, men det er et avvik som er såpass lite at det mest sannsynlig ikke er underprising i dette tilfellet. Likevel kan det tyde på at forventes noe lavere vekst i Orkla enn for eksempel Henkel og Procter & Gamble.

5.2.3 EV / EBITDA

EV står for «Enterprise Value» og EBITDA står for «Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Armortization». Dette er en av de mest anvendte multiplene i forbindelse med kjøp og salg av selskaper. Metoden sammenlikner den underliggende driften av selskapene. Ettersom metoden ser på driftsresultatet før avskrivninger faller forskjeller som resultat av goodwill og forskjellige avskrivningsprofiler vekk. Multiplen ser, på lik linje med P/E multiplen, vekk fra viktige elementer som risiko og fremtidige investeringsbehov.

Formelen er som følger:

$$\frac{\text{Enterprise value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$



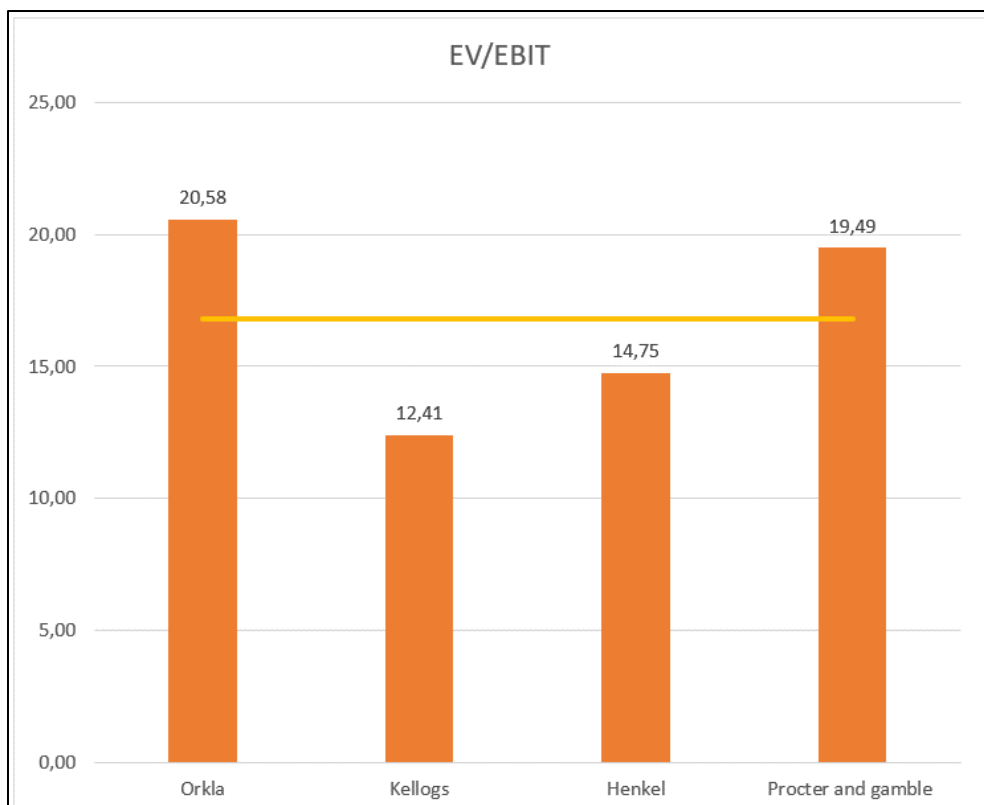
Figur 12 EV/EBITDA

Orkla sin EV/EBITDA ligger like under bransjesnittet på 12,95, et snitt som i hovedsak blir presset oppover av Procter & Gamble. Dette kan tyde på at Procter & Gamble er noe overpriset. Ut ifra grafen tyder det på den andre siden mot at Orkla er priset realistisk i sin bransje ettersom det kun skiller 2,4 poeng mellom Orkla og Henkel som er det selskapet med lavest EV/EVBITDA.

5.2.4 EV / EBIT

EV/EBIT analyserer selskapets underliggende drift i likhet med EV/EBITDA-multiplen. Den tar i nevner hensyn til investeringsbehovet ved å inkludere avskrivninger, ulempen med dette er at faktorer som forskjeller i avskrivninger, nedskrivninger og goodwillavskrivninger vil påvirke resultatet. Formelen er følgende:

$$\frac{\text{Enterprise value}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$



Figur 13 EV/EBIT

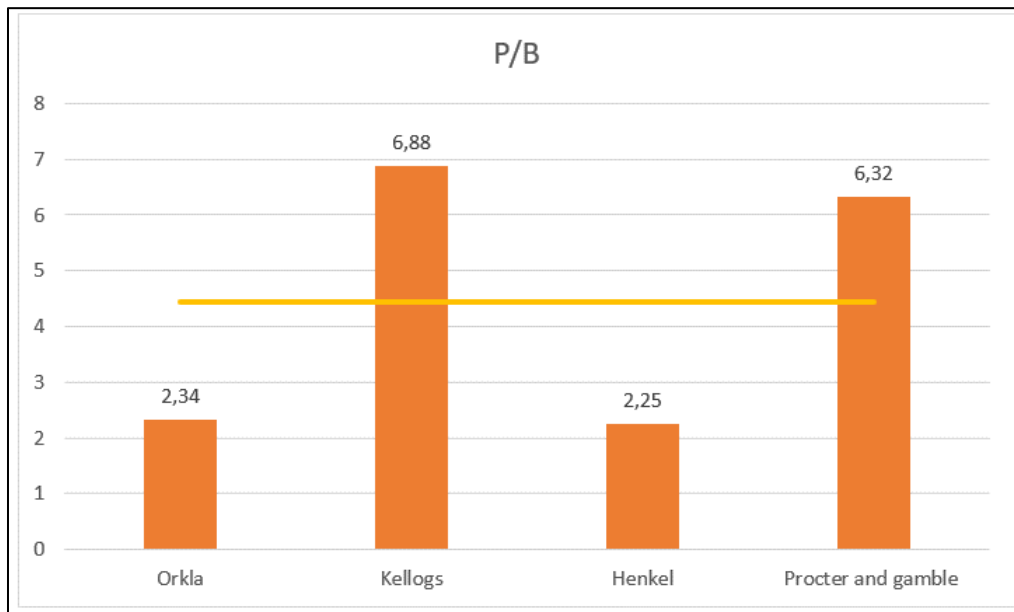
Når vi ser på EV/EBIT ser vi at Orkla har den høyeste verdien og ligger en del over bransjesnittet som er på 16,81. Det er likevel ikke et stort nok gap til at det kan trekkes slutninger om at Orkla er spesielt overpriset eller om Kellogg er underpriset. Dette på grunn av at forskjeller i hvordan selskapene forholder seg til avskrivninger og amortiseringer påvirker resultatet i stor grad.

5.2.5 Price to Book value (P/B)

Price/book multiplene kan gi gode indikasjoner på selskapets evne til verdiskapning. En høy P/B verdi viser til at selskapet skaper verdi på selskapets eiendeler, mens en P/B under 1 betyr at selskapet er forventet å redusere verdier for aksjonærene gjennom dårlig lønnsomhet. Dette fordi markedsverdien av egenkapitalen i det tilfellet ville vært lavere enn den bokførte verdien. Ulempen med denne multiplene er igjen at regnskapsmessige effekter kan føre til ulikt resultat selv om to selskaper ellers er identiske. Modellen tar heller ikke hensyn til immaterielle eiendeler, dette fordi bokført egenkapital ikke inkluderer verdien av eiendeler som varemerke og kunnskap. Dette er noe vi må ta i betraktning ettersom selskapene som

sammenliknes er selskaper med store immaterielle verdier. Man bør derfor ikke utelukkende se på P/B verdien ved verdsettelse av selskap. Formelen er som følger:

$$\frac{\text{Price}}{\text{Book}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$



Figur 14 Price-to-Book value (P/B)

Både Henkel og Orkla ligger en del under bransjesnittet som er på 4,45. Det kan tyde på at selskapene er underpriset eller at Kelloggs og Procter & Gamble er overpriset. En annen mulig grunn til forskjellene kan være at Orkla og Henkel sitter på store verdier som av regnskapsmessige prinsipper er bokført til en høyere verdi enn de i realiteten har. Slik som en fabrikk priset til flere millioner som i realiteten er ute av drift eller utdatert. Dette er vanskelig å avgjøre uten et dypere dykk inn i selskapenes regnskapsføring.

5.2.6 Oppsummering av markedsbasert verdsettelse

I tabell 21 under vises en oversikt over de forskjellige multiplene til de ulike selskapene, samt bransjesnittet til hver multiplene. Disse tallene vil bli brukt videre for å regne ut Orkla sin markedsverdi basert på multiplene.

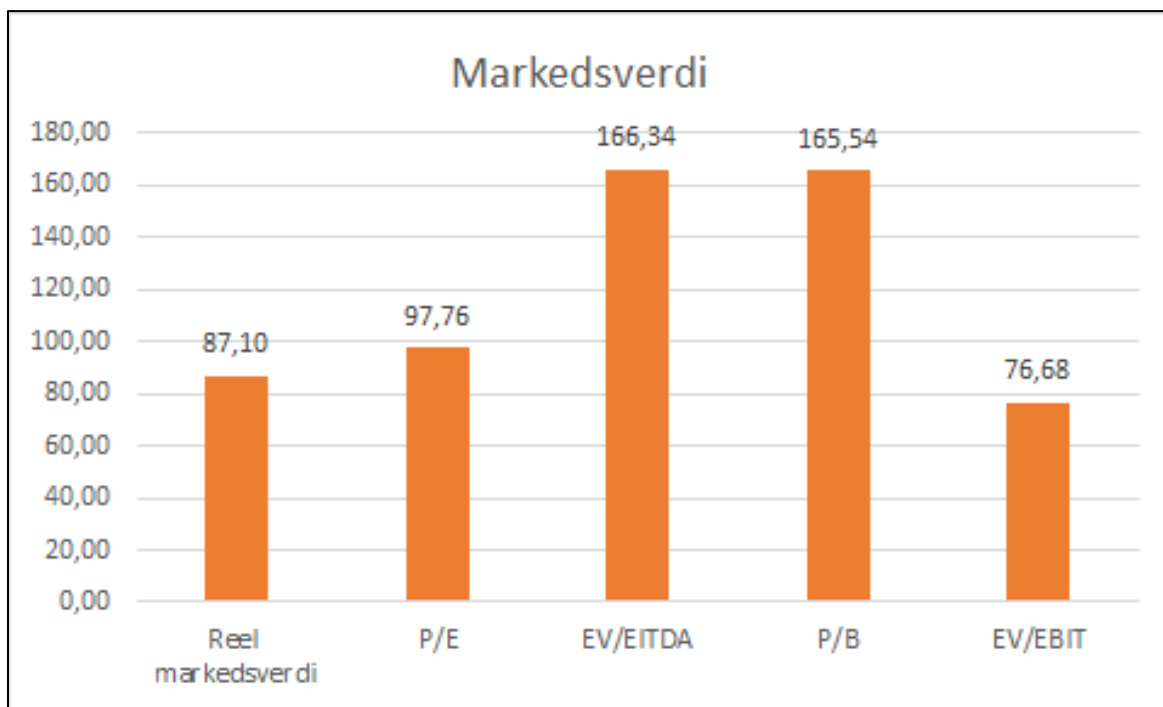
Tabell 211 Oppsummering multipler

	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/B
Orkla	19,9	12,6	20,58	2,34
Kellogs	17,1	12,4	12,41	6,88
Henkel	28,4	10,4	14,75	2,25
Procter & Gamble	24,1	16,4	19,49	6,32
Bransjesnitt	22,38	12,95	16,81	4,45

Både tabellen og figuren under viser Orkla sin markedsverdi basert på de forskjellige multiplene og bransjesnittet fra tabell 21, samt Orkla sin markedsverdi per 31.12.2020 hentet fra selskapets årsrapport. Alle tallene er vist i milliarder.

Tabell 22 Estimerte markedsverdier basert på multipler

Markedsverdi til ORKLA per 31.12.2020	87,1
Markedsverdi basert på P/E	97,76
Markedsverdi basert på EV/EBITDA	166,34
Markedsverdi basert på P/B	165,54
Markedsverdi basert på EV/EBIT	76,68



Figur 15 Estimerte markedsverdier basert på multipler

Den reelle markedsverdien til Orkla i 2020 var 87,10 milliarder, markedsverdien basert på P/E i samme periode var om lag 10 milliarder høyere enn den reelle verdien og faller på 97,76 mrd. Dette estimatet gir en god vurdering på verdien av selskapet, P/E verdien til Orkla er også i samme sjiktet som de andre selskapene i bransjen noe som støtter denne vurderingen. Når vi ser på markedsverdien basert på EV/EBITDA og P/B opp mot den reelle markedsverdien til Orkla ser vi at verdiene er mye høyere enn den reelle verdien. Dette gjør estimatet litt dårligere. Markedsverdien basert på EV/EBIT er om lag 10 milliarder lavere enn den reelle verdien. Orklas markedsbaserte verdsettelse er høyere enn den reelle verdien i tre av fire tilfeller, og vi kan trekke en konklusjon om at Orkla er noe underpriset.

5.3 Sensitivitetsanalyse

I den fundamentale analysen kom vi frem til en aksjekurs på 90,18 kr. Denne aksjekursen kom vi frem til ved å anta ulike verdier på forskjellige parametere. Slik som avkastningskrav og vekstfaktor. Verdien vi gir disse parameterne får betydning for aksjekursen.

5.3.1 Avkastningskrav

Avkastningen på totalkapitalen (WACC) er en kompleks verdi bestående av flere parametere slik som skattesatsen, egenkapitalandel, risikofrirente, m.m. Av enkelhetsskyld kommer vi ikke til å endre disse parameterne, men vi endrer WACC i sin helhet. Vi velger å se på hvordan markedsverdien og aksjekursen endrer seg ved 0,1 % endring i WACC.

Tabell 23 Sensitivitetsanalyse WACC

WACC	3,09 %	3,19 %	3,29 %	3,39 %	3,49 %	3,59 %	3,69 %
Markedsverdi	114 790	106 515	99 351	93 088	87 566	82 661	78 275
Aksjekurs	111,85	103,59	96,43	90,18	84,67	79,77	75,39
Markedsverdi	8 275	7 164	6 263	-	5 522	-	4 386
Aksjekurs	7,97 %	7,43 %	6,93 %	-	-6,11 %	-	-5,49 %

Naturlig nok øker markedsverdien samtidig som aksjekursen øker når avkastningskravet synker, og motsatt for en økning i avkastningskravet. WACC på 3,29 % gir en økning i markedsverdi på 6 263 millioner, samt en endring i aksjekursen på 6,93 %. Endrer vi WACC til 3,19 % er endringen fra 3,29 % på 7 164 millioner, og en endring i aksjekurs på 7,43 %. I motsatt ende av skalaen endres markedsverdien og aksjekursen på samme vis, bare med lavere aksjekurs og lavere markedsverdi. Det disse tallene viser, er at markedsverdien og

aksjekursen ikke endrer seg lineært i forhold til en endring i avkastningskravet. Resultatene viser at Orkla er sensitiv for en endring i avkastningskravet.

5.3.2 Vekstfaktor (g)

Vekstfaktoren vi valgte å benytte oss av var 1,80%. Dette er inflasjonsmålet som den europeiske sentralbanken har satt for 2023 og 2024. Vi har som nevnt tidligere valgt å benytte oss av denne vekstfaktoren alle fem årene. I denne analysen benytter vi også en endring på 0,1 %.

Tabell 24 Sensitivitetsanalyse vekstfaktor (g)

Vekstfaktor (g)	1,50 %	1,60 %	1,70 %	1,80 %	1,90 %	2,00 %	2,10 %
Markedsverdi	79 166	83 288	87 898	93 088	98 975	105 708	113 486
Aksjekurs	76,28	80,39	85,00	90,18	96,06	102,78	110,55
Markedsverdi	- 4 122	- 4 610	- 5 190		5 887	6 733	7 778
Aksjekurs	-5,11 %	-5,42 %	-5,74 %		6,52 %	7,00 %	7,56 %

Tabellen ovenfor forklarer at lavere vekstfaktor gir lavere avkastningskrav, og lavere markedsverdi. Og motsatt på høyre side av skalaen. Dette kan naturligvis, på samme måte som med WACC forklares av Gordons formel. En nedgang på 0,1 % gir redusert markedsverdi med 5 190 millioner, og en redusert aksjekurs med 5,74 %. En økning på 0,1 % gir økning i markedsverdien med 5 887 millioner, og en økning i aksjekurs på 6,52 %. Tallene viser på samme måte en ikke-lineær endring i markedsverdi og aksjekurs ved en endring i vekstfaktor. Eksempelvis øker aksjekursen med 6,52 %, 7,00 % og 7,56 %, for hver økning i vekstfaktor på 0,1%. Orkla er sensitiv for endring i vekstfaktor, men ikke i like stor grad som for en endring i avkastningskrav.

6 Kritikk

Det vil i det følgende tas opp mulige kritiske aspekter ved de ulike analysene, og hva som kan være mulige svakheter ved analysene.

6.1 Strategisk analyse

Den største svakheten ved den strategiske analysen er at det kun er benyttet sekundærdata. For å oppnå et så nøyaktig og representativt bilde som mulig måtte vi ha innhentet primærdata, noe vi ikke har gjort i denne oppgaven. Dette svekker dermed reliabiliteten til analysen.

Sekundærdataene som er benyttet i analysen kommer i stor grad direkte fra Orkla gjennom deres årsrapport. Dette er å anse som en relativt troverdig kilde da det vil være en ulempe for de å lyve i årsrapporten, men det er en ulempe at det som kommer fram i årsrapporten mest sannsynlig er presentert i et så godt lys som mulig fra Orkla sin side. Det er dermed i stor grad benyttet subjektive data i den strategiske analysen. Hadde informasjonen kommet fra uavhengige kilder ville informasjonen i større grad vært troverdig.

Det at vi ikke har kapasitet/tilgang til å tilegne oss full kunnskap om konsernet gjør at både den interne- og eksterne analysen blir noe subjektiv fra vår egen side. Det ville i tillegg vært en fordel om vi i analysen hadde hatt informasjon om hvem Orkla ser på som sine største konkurrenter. Dette ville ha styrket analysens reliabilitet.

6.2 Regnskapsanalyse

I denne oppgaven har vi kun benyttet oss av årsrapportene til Orkla ASA fra 2015 til 2020 som kilder. Dette er sekundærkilder, så vi må være litt kritiske til tallene. Vi har ikke vært i kontakt med Orkla på noen måte for å innhente informasjon direkte. Allikevel har vi valgt å innhente data fra Orkla sine hjemmesider, istedenfor for eksempelvis Proff.no da vi anser Orkla sine hjemmesider å gi sterkere validitet. Samtidig er Orkla et revisjonspliktig selskap, hvor en ekstern revisor må inn å gå igjennom årsregnskapet. Dette gjøres for at selskapet skal få en nøytral vurdering av om Orkla har gjennomført sitt regnskap i henhold til norsk regnskapslov. Dette medfører at vår vurdering av kildene vi har brukt har validitet av høy grad.

6.3 Finansiell analyse

6.3.1 Fundamental verdsettelse

I denne analysen har vi tatt en god del antagelser om de fremtidige kontantstrømmene. Dette har blitt gjort med hensyn av forenklinger. Det er ikke gjennomført noe intervju med Orkla om deres synspunkter på fremtidige kontantstrømmer. Derfor er verdiene basert på egne antagelser og ut fra historiske verdier.

Først og fremst antok vi en økning i driftsinntekter på 3 % i de kommende fem årene. Dette er noe som sannsynligvis vil endre seg. Konstant vekst på 3 % er i utgangspunktet urimelig. Det samme gjelder for driftskostnadene på 3,45 %. Vi valgte å benytte en noe høyere vekst i driftskostnader, dette grunnet høyere gjennomsnittskostnader i forhold til driftsinntekter de fem foregående årene. Når det gjelder avskrivningene på 3,41 % i forhold til driftsinntektene, så er også denne verdien basert på gjennomsnittet av de foregående årenes avskrivninger.

Avkastningen på egenkapitalen er også basert på antagelser og forventninger. Blant annet er egenkapitalandelen og betaverdien basert på historiske verdier. Som sensitivitetsanalysen viser, er markedsverdien til Orkla veldig sensitiv ved en liten endring i avkastningskrav. Også for vekstfaktoren har vi benyttet samme verdi i alle fem årene. Vekstfaktoren vi har benyttet er anslaget til ECB for årene 2023 og 2024.

6.3.2 Markedsbasert verdsettelse

Slik det er nevnt i den markedsbaserte analysen er det flere ulemper med de forskjellige multiplene. Dette er spesielt fremtredende siden vi tok valget om å sammenlikne Orkla med selskaper fra andre nasjoner. Dette påvirker validiteten til den markedsbaserte analysen siden andre land har andre skattesatser og regnskapsregler som i stor grad kan påvirke de forskjellige multiplene, noe som kan føre til at man sier et selskap er underpriset, mens det i realiteten er overpriset. Det er også verdt å nevne at all dataen er hentet fra marketscreener.com noe som betyr at all dataen vi benytter er sekundærdata, noe som også kan svekke validiteten til undersøkelsen.

7 Konklusjon

I denne bacheloroppgaven er det blitt gjennomført flere forskjellige analyser med mål om å komme frem til en aksjekurs for selskapet Orkla ASA per 31.12.2020.

Den strategiske analysen startet med å se på de interne faktorene til selskapet gjennom en VRIO-modell og en ekstern analyse hvor både Porters fem konkurransekrefter og PESTEL-analyse ble benyttet. Informasjonen som kom frem under de eksterne og den interne analysen ble så kombinert i en SWOT-analyse som konkluderte med at Orklas største styrke er merkevaren, mens deres største svakhet er at folk kjenner til merkevarene deres, men de vet ikke at det er Orkla som står bak disse produktene. Orklas største mulighet er at de har stort fokus på bærekraft som gjør at de posisjonerer seg bra for fremtiden, og den største trusselen er EMV produkter fra de ulike dagligvarekjedene.

Regnskapsanalysen viser at Orkla har hatt et positivt årsresultat i alle år, og at resultatmarginen, egenkapitalandelen, gjeldsgraden og arbeidskapitalen er tilfredsstillende. Videre viser nøkkeltallene at totalkapitalen kunne vært noe høyere og at likviditetsgrad 1 og 2 er under anbefalt nivå.

Den finansielle analysen består av fundamental- og den markedsbasert analyse. I den fundamentale analysen har vi basert oss på en prognose av fremtidige kontantstrømmer for årene 2021 til 2025. Ut fra dette kom vi frem til en markedsverdi for Orkla på 90 308 millioner kr, som vil si en aksjekurs på 90,18 kr. Den reelle aksjekursen på samme tidspunkt var 87 kr og den reelle markedsverdien var 87 124 millioner. Oppgavens estimerte verdi er dermed noe høyere enn markedsverdien. Den markedsbaserte analysen konkluderer med at orkla er noe underpriset ettersom multiplianalysen viser at orkla ligger under bransjesnittet ved tre av fire multipler. Dette støtter opp resultatet av den fundamentale analysen.

8 Litteraturliste

Bray, S. (2021) Corporate Tax Rates around the World, 2021, *Tax Foundation*, 09.12.2021. Tilgjengelig fra: <https://taxfoundation.org/publications/corporate-tax-rates-around-the-world/> (Hentet: 26.01.2022).

Brealey, R. A., Myers, S. C. og Allen, F. (2020) *Principles of corporate finance*. Thirteenth edition. New York: McGraw-Hill.

Brunborg, I. (2022) Nordea Markets om kronen: Vær forberedt på et ruglete 2022, *E24.no*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/mrpV4v/nordea-markets-om-kronen-vaer-forberedt-paa-et-ruglete-2022> (Hentet: 28.01.2022).

Byggvalg (2018) *Isolasjon - hva er det og hvilke typer finnes?* Tilgjengelig fra: <https://byggvalg.no/isolasjon-hva-er-det-og-hvilke-typer-finnes/> (Hentet: 15.02. 2022).

Bøe, E. (2022) Omsetningen til Oda steg 25 prosent i fjor, *E24.no*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/IVL9zL/omsetningen-til-oda-steg-25-prosent-i-fjor> (Hentet: 31.01.2022).

Dagligvarehandelen (2022) *Dagligvarefasiten 2021*. Tilgjengelig fra: https://dagligvarehandelen.no/sites/default/files/dagligvarefasiten_2021_0.pdf (Hentet: 15.02. 2022).

Doksheim, M. (2017) *Den nordiske modellen*. Tilgjengelig fra: <https://civita.no/politisk-ordbok/hva-er-den-nordiske-modellen/> (Hentet: 27.01. 2022).

Erichsen, M., Solberg, F. og Stiklestad, T. (2018) *Ledelse i små og mellomstore virksomheter*. 2. utg. Bergen: Fagbokforl.

European Central Bank (2021) *Macroeconomic projections*. Tilgjengelig fra: <https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> (Hentet: 15.02. 2022).

Fellesforbundet (u.å.) *Regler for permitterte under koronapandemien*. Tilgjengelig fra: <https://www.fellesforbundet.no/for-tillitsvalgte/permittering/nye-permitteringsregler-under-korona/> (Hentet: 27.01. 2022).

Fernando, J. (2021) *Price-to-Earnings (P/E) Ratio*. Tilgjengelig fra: <https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp> (Hentet: 17.02. 2022).

Fjeldstad, Ø. D. og Lunnan, R. (2018) *Strategi*. 2. utg. Bergen: Fagbokforl.

FN (u.å.) *BNP per innbygger*. Tilgjengelig fra: <https://www.fn.no/Statistikk/bnp-per-innbygger> (Hentet: 27.01. 2022).

Hopland, S. (2020) Orklas pizza-dominans krymper under pandemien - taper markedsandeler, *E24.no*, 29.10.2020. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/0KK9R6/orklas-pizza-dominans-krymper-under-pandemien-taper-markedsandeler> (Hentet: 25.01.2022).

Hopland, S. og Nilsen, F. S. (2021) Konkurransetilsynet henlegger saken mot Orkla, Mondelez og Norgesgruppen, *E24.no*, 16.06.2021. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/kR2yGj/konkurransetilsynet-henlegger-saken-mot-orkla-mondelez-og-norgesgruppen> (Hentet: 27.01.2022).

Kaldestad, Y. og Møller, B. (2016) *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. 2. utg. Bergen: Fagbokforl.

Kristoffersen, T. (2019) *Årsregnskapet : en grunnleggende innføring*. 6. utgave. Bergen: Fagbokforl.

Kråkenes, C. og Norum, H. (2018) Salgsrekord for frossenpizza, *NRK.no*, 08.02.2018. Tilgjengelig fra: <https://www.nrk.no/norge/salgsrekord-for-frossenpizza-1.13905278> (Hentet: 25.01.2022).

Mageli, H. (2017) *En proteksjonistisk vind*. Tilgjengelig fra: <https://www.orkla.no/news/en-proteksjonistisk-vind/> (Hentet: 27.01. 2022).

Nestlé (2022) *Management*. Tilgjengelig fra: <https://www.nestle.com/aboutus/management> (Hentet: 25.01. 2022).

Norges Bank (2019) *Hvorfor vil vi ha lav og stabil inflasjon?* Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/kunnskapsbanken/inflasjon/hvorfor-vil-vi-ha-lav-og-stabil-inflasjon/> (Hentet: 08.02. 2022).

Norges Bank (2021) *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> (Hentet: 10.02. 2022).

Opstad, L. (2020) *Innføring i makroøkonomi : for økonomisk-administrative studier*. 3. utgave. Oslo: Cappelen Damm akademisk.

Orkla (2017) *Orkla ASA: Orkla selger sin eierandel i Sapa til Hydro*. Tilgjengelig fra: <https://www.orkla.no/downloads/orkla-asa-orkla-selger-sin-eierandel-i-sapa-til-hydro/> (Hentet: 08.02. 2022).

Orkla (2019) *Årsrapport 2018*. Tilgjengelig fra: https://aarsrapport2018.orkla.no/assets/orkla/pdfs/2018/no/Orkla%20Annual%20Report%202018%20NO_WEB.pdf (Hentet: 08.02. 2022).

Orkla (2021) *Årsrapport 2020*. Tilgjengelig fra: https://s1.q4cdn.com/542717816/files/doc_news/Orklas-rsrapport-2020-2021.pdf (Hentet: 25.01.2022).

Orkla (2022) *Interessentdialog*. Tilgjengelig fra: <https://www.orkla.no/baerekraft/samfunnsansvar-i-orkla/interessentdialog/> (Hentet: 25.01.2022).

Patentstyret (2019) *Merkevare*. Tilgjengelig fra: <https://www.patentstyret.no/ord-og-uttrykk/merkevare/> (Hentet: 25.01.2022).

Porter, M. E. (1979) *How Competitive Forces Shape Strategy*. Tilgjengelig fra: <https://hbr.org/1979/03/how-competitive-forces-shape-strategy> (Hentet: 15.02.2022).

Procter and Gamble (2021) *Structure & Governance*. Tilgjengelig fra: <https://us.pg.com/structure-and-governance/corporate-structure/> (Hentet: 25.01.2022).

PwC (2021) *Risikopremien i det norske markedet 2021*. Tilgjengelig fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html> (Hentet: 10.02.2022).

SSB (2017) *Hva er egentlig BNP?* Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/nasjonalregnskap/statistikk/nasjonalregnskap/artikler/hva-er-egentlig-bnp> (Hentet: 27.01.2022).

SSB (2021) *Sammenlikning av prisnivå i Europa*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/konsumpriser/statistikk/sammenlikning-av-prisniva-i-europa> (Hentet: 27.01.2022).

SSB (2022a) *Nasjonalregnskap*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/nasjonalregnskap/statistikk/nasjonalregnskap> (Hentet: 27.01.2022).

SSB (2022b) *Konsumprisindeksen*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/konsumpriser/statistikk/konsumprisindeksen> (Hentet: 08.02.2022).

TDN Direkt (2021) IMF venter tre prosent BNP-vekst i Norge i 2021, *Finansavisen*, 12.11.2021. Tilgjengelig fra: <https://finansavisen.no/nyheter/makro/2021/10/12/7752051/imf-venter-tre-prosent-bnp-vekst-i-norge-i-2021> (Hentet: 27.01.2022).

The World Bank Group (2022) *Worldwide Governance Indicators*. Tilgjengelig fra: <https://databank.worldbank.org/source/worldwide-governance-indicators#> (Hentet: 26.01.2022).

Tolletaten (2020) *§ 9-2 Generelle tollnedsettelse på landbruksprodukter*. Tilgjengelig fra: <https://www.toll.no/no/verktoy/regelverk/tollabc/9/9-2/> (Hentet: 27.01.2022).

Tolletaten (2022) *Historiske omregningskurser - valutakode EUR*. Tilgjengelig fra:
<https://www.toll.no/no/verktoy/valutakurser/History?SelectedExchangeRate=EUR> (Hentet: 28.01. 2022).

Trading Economics (2022) *List of Countries by Corporate Tax Rate | Europe*. Tilgjengelig fra:
<https://tradingeconomics.com/country-list/corporate-tax-rate?continent=europe> (Hentet: 26.01. 2022).

Utenriksdepartementet (2021) *Hva EØS-avtalen omfatter*. Tilgjengelig fra:
<https://www.regjeringen.no/no/tema/europapolitikk/eos1/hva-avtalen-omfatter/id685024/>
(Hentet: 27.01. 2022).

