

Lars Garberg  
Håvard Nymo  
Henrik Rogers  
Lars A. Forsmo Simonsen

## **Verdsettelse av Orkla ASA**

### Valuation of Orkla ASA

**SEMESTEROPPGAVE**  
Trondheim, April 2019

**Spesialiseringsretning: Finansiell styring**

**Veileder: Morten Kringstad**

## Forord

Denne semesteroppgaven er en avsluttende oppgave på bachelorstudiet Økonomi og Administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen i Trondheim. Omfanget av oppgaven er på 7,5 studiepoeng. Vi har valgt Finansiell Styring som hovedprofil. Oppgaven er skrevet med utgangspunkt i kunnskap vi har opparbeidet oss i løpet av de tre årene, med hovedfokus på de finansielle emnene.

Skriveprosessen har gitt oss kjennskap om hvordan det er å skrive akademiske oppgaver. Erfaringene vi tar med oss er at det er en svært lærerik og krevende prosess. Vi er i alt fornøyde med resultatet av oppgaven.

Vi vil til slutt takke vår veileder, Morten Kringstad, for konstruktiv kritikk og god hjelp underveis.

NTNU Handelshøyskolen, Trondheim, april 2019

---

Lars Garberg

---

Håvard Nymoen

---

Henrik Rogers

---

Lars A. Forsmo Simonsen

## Sammendrag

Hovedpoenget med denne oppgaven er å verdsette Orkla ASA, som er et børsnotert selskap på Oslo Børs. Denne oppgaven er en semesteroppgave på bachelor i økonomi ved NTNU Handelshøyskolen, med finansiell styring som hovedprofil. Oppgaven har forsøkt å verdsette Orkla gjennom å gjennomføre tre analyser. Nemlig en strategisk analyse, en regnskapsanalyse og en finansiell analyse. Etter disse analysene har oppgaven sammenlignet den estimerte verdien til selskapet med markedsverdien til selskapet.

Til å begynne med har oppgaven sett på motivasjonen og potensielle avgrensinger for verdsettelsen. Deretter er Orkla presentert, gjennom å se på Orkla i dag og historien til selskapet. I oppgavens tredje del har det blitt gjennomført en strategisk analyse. Analysen har sett på hvordan de interne og eksterne forholdene til selskapet er, gjennom VRIO-modellen, Porters fem konkurransekrefter, PESTEL-modellen og en SWOT-analyse. I regnskapsanalysen, oppgavens fjerde del, har oppgaven konkludert med at Orkla har en sterk og solid økonomi.

Videre i oppgavens femte del, selve verdsettelsen, er problemstillingen i oppgaven forsøkt besvart. Problemstillingen besvares ved å verdsette Orkla, slik at man kan komme frem til en aksjekurs på selskapet. For å kunne gjennomføre verdsettelsen har oppgaven kommet frem til et avkastningskrav og estimerte fremtidige kontantstrømmer. Basert på dette har oppgaven kommet frem til en aksjekurs på Orkla per begynnelsen av 2018 på 85.52 Norske kroner, og en samlet markedsverdi på 87 127 millioner Norske kroner. Til sammenligning var virkelig verdi av aksjen per begynnelsen av 2018 var 86.06 Norske kroner.

## Abstract

The purpose with this paper is to value Orkla ASA, which is a company that is publicly listed at the Oslo Stock Exchange. This paper is a thesis in the bachelor's degree in finance at NTNU Handelshøyskolen. The paper has tried to value Orkla by using strategic, accounting and financial analysis. Thereafter, the estimated value is compared with the market value of the company.

Initially, the paper briefly explains the motivation and some limits for the valuation. Then Orkla is presented, both historical and as the company is today. In the third part of this thesis a strategic analysis is sustained. The analysis includes models as VRIO, Porter's five forces, PESTEL and SWOT. This are different models that take a deeper look at the company's internal and external conditions. In addition, through an accounting analysis, the paper has concluded that Orkla has a strong economy.

Part five of the thesis, the valuation itself, tries to answer the thesis statement. The thesis statement is answered by valuating Orkla and using this to find their stock price. The essence of this part has been to find a required rate of return and estimated future cash flows. Based on this, the paper has ended up with a stock price for Orkla of 85.52 Norwegian Kroner at the beginning of 2018, and a total market value of 87 127 million Norwegian Kroner. The real value of the stock at the beginning of 2018 was 86.06 Norwegian Kroner.

# Innholdsfortegnelse

<b>Forord</b> .....	<b>1</b>
<b>Sammendrag</b> .....	<b>2</b>
<b>Abstract</b> .....	<b>3</b>
<b>Figurliste</b> .....	<b>6</b>
<b>Tabelliste</b> .....	<b>6</b>
<b>1.0 Innledning</b> .....	<b>7</b>
<b>1.1 Motivasjon</b> .....	<b>7</b>
<b>1.2 Problemstilling</b> .....	<b>7</b>
<b>1.3 Avgrensing</b> .....	<b>7</b>
<b>1.4 Oppbygging</b> .....	<b>8</b>
<b>2.0 Presentasjon av Orkla</b> .....	<b>9</b>
<b>2.1 Om Orkla</b> .....	<b>9</b>
2.1.1 Orklas merkevarevirksomhet .....	10
2.1.2 Orkla Investments .....	12
2.1.3 Historien til Orkla.....	12
<b>2.2 Visjon, strategi og mål</b> .....	<b>14</b>
<b>2.3 Ledelse</b> .....	<b>14</b>
<b>2.4 Aksjen – investor</b> .....	<b>15</b>
<b>3.0 Strategisk analyse</b> .....	<b>16</b>
<b>3.1 Intern analyse</b> .....	<b>16</b>
3.1.1 VRIO-modellen .....	16
<b>3.2 Ekstern analyse</b> .....	<b>22</b>
3.2.1 Porters fem konkurransekrefter.....	22
3.2.2 PESTEL .....	29
<b>3.3 SWOT-analyse</b> .....	<b>33</b>
3.3.1 Styrker .....	33
3.3.2 Svakheter.....	34
3.3.3 Muligheter.....	34
3.3.4 Trusler.....	34
<b>4.0 Regnskapsanalyse</b> .....	<b>35</b>
<b>4.1 Resultatregnskap</b> .....	<b>36</b>
<b>4.2 Lønnsomhet</b> .....	<b>37</b>
4.2.1 Totalkapitalrentabilitet.....	37
4.2.2 Egenkapitalrentabilitet .....	38
4.2.3 Resultatmargin .....	39
<b>4.3 Finansiering</b> .....	<b>40</b>
4.3.1 Finansieringsgrad 1.....	40
4.3.2 Arbeidskapital.....	41
<b>4.4 Soliditet</b> .....	<b>42</b>
4.4.1 Egenkapitalandel .....	42

4.4.2 Gjeldsgrad.....	43
<b>4.5 Likviditet .....</b>	<b>44</b>
4.5.1 Likviditetsgrad 1 og 2.....	44
<b>4.6 Oppsummering regnskapsanalyse .....</b>	<b>46</b>
<b>5.0 Finansiell analyse .....</b>	<b>47</b>
<b>5.1 Diskontert kontantstrømmetode .....</b>	<b>47</b>
5.1.1 Avkastningskrav.....	48
5.1.2 Kapitalverdimodellen (CAPM) .....	48
5.1.3 Avkastningskravet på totalkapitalen (WACC).....	50
5.1.4 Estimert kontantstrøm .....	51
5.1.5 Kommentarer til kontantstrømmen .....	53
<b>5.2 Komparativ analyse/ verdsettelse ved multipler .....</b>	<b>55</b>
5.2.1 Sammenlignbare selskaper.....	55
5.2.2 Price/Earnings.....	55
5.2.3 EV/EBITDA .....	56
5.2.4 Price/Book .....	57
5.2.6 Oppsummering av multipler og estimert markedsverdi .....	58
<b>5.3 Sensitivitetsanalyse .....</b>	<b>60</b>
5.3.1 Avkastningskrav.....	60
5.3.2 Vekstfaktor .....	61
<b>6.0 Kritikk .....</b>	<b>62</b>
<b>6.1 Strategisk analyse.....</b>	<b>62</b>
<b>6.2 Regnskapsanalyse.....</b>	<b>62</b>
<b>6.3 Finansiell analyse .....</b>	<b>62</b>
<b>7.0 Konklusjon .....</b>	<b>64</b>
<b>8.0 Litteraturliste .....</b>	<b>66</b>

## Figurliste

Figur 1 - Geografisk inndeling av salgsinntekter .....	9
Figur 2 - Forretningsområder.....	10
Figur 3 - Driftsinntekter fordelt på merkevarevirksomhetsavdelingene .....	11
Figur 4 - Porters fem konkurransekrefter .....	23
Figur 5 - Totalkapitalrentabilitet .....	38
Figur 6 - Egenkapitalrentabilitet før skatt .....	39
Figur 7 - Resultatmargin i % .....	40
Figur 8 - Finansieringsgrad 1 .....	41
Figur 9 - Arbeidskapital (tall i millioner).....	42
Figur 10 - Egenkapitalandel.....	43
Figur 11 - Gjeldsgrad .....	44
Figur 12 - Likviditetsgrader .....	45
Figur 13 - P/E ratio TTM .....	56
Figur 14 - EV/EBITDA TTM.....	57
Figur 15 - P/B ratio .....	58

## Tabelliste

Tabell 1 - Største aksjonærer i Orkla.....	15
Tabell 2 - VRIO-modellen .....	17
Tabell 3 - Resultatregnskap. Tall hentet fra: Rapporter fra Orkla. ....	36
Tabell 4 - Totalkapitalrentabilitet .....	38
Tabell 5 - Egenkapitalrentabilitet før skatt .....	39
Tabell 6 - Resultatmargin i % .....	40
Tabell 7 - Finansieringsgrad 1 .....	41
Tabell 8 - Arbeidskapital (tall i millioner) .....	42
Tabell 9 - Egenkapitalandel.....	43
Tabell 10 - Gjeldsgrad .....	44
Tabell 11 - Likviditetsgrader.....	45
Tabell 12 - Utrekning av beta.....	49
Tabell 13 - Rentenivå i prosent. Tall hentet fra årsrapport 2017.....	51
Tabell 14 - Estimert kontantstrøm .....	52
Tabell 15 - Estimert fri kontantstrøm.....	52
Tabell 16 - Estimert aksjekurs .....	52
Tabell 17 - Oppsummering multipler .....	59
Tabell 18 - Markedsverdi til Orkla i millioner kroner for de forskjellige multiplene .....	59
Tabell 19 - Endring i avkastningskrav .....	60
Tabell 20 - Endring i vekstfaktor .....	61

## 1.0 Innledning

### 1.1 Motivasjon

Denne oppgaven har valgt å se på Orkla ASA. Vi synes det er interessant å se på dette selskapet først og fremst fordi det er et selskap med en unik posisjon i den norske dagligvarehandelen, som vi kjenner godt til. I tillegg vet vi at Orkla er ledende på andre områder også, men det er spesielt denne delen som vi finner interessant å undersøke nærmere. Orkla er også brukt mye som eksempler i ulike fag, som gjør at det virker spennende å gå dypere inn i hvordan Orkla faktisk fungerer. Etter oppgaven har sett nærmere på Orkla som selskap, blir det videre interessant å se hvordan et slikt omfattende selskap verdsettes ved hjelp av ulike virkemidler. I denne delen får vi brukt kunnskap som vi har ervervet ved NTNU Handelshøyskolen. Det blir spennende å prøve teorien vi har lært i en praktisk situasjon. I løpet av oppgaven ønsker vi å se om markedsverdien til Orkla, per begynnelsen av 2018, er den samme som den vi kommer frem til i vår verdsettelse.

### 1.2 Problemstilling

Denne oppgaven skal forsøke å komme frem til en verdsettelse av det børsnoterte selskapet Orkla. Oppgavens problemstilling er dermed som følger:

«Hva er Orkla ASA verdt ved inngangen til 2018?»

Når det kommer til en problemstilling er det tre krav enhver problemstilling bør tilfredsstillende. Den skal være spennende, enkel og fruktbar (Jacobsen, 2015). Problemstillingen er spennende siden det blir interessant å se om den estimerte verdien oppgaven kommer fram til, faktisk representerer den virkelige markedsprisen. Videre er det en konkret verdsettelse vi skal komme fram til, som må kunne sies å være en enkel problemstilling. Problemstillingen er ikke for bred. Videre må også problemstillingen kunne sies å være fruktbar, da den er mulig å undersøke empirisk, gjennom å se på regnskapstallene til selskapet.

### 1.3 Avgrensning

På grunn av at årsrapporten for 2018 i skrivende stund ikke er kommet, velger oppgaven å se på regnskapstallene fra 2014 til 2017. Dermed vil oppgaven estimere kontantstrømmer for årene 2018 til 2022, og forsøke å verdsette en verdi per begynnelsen av 2018. Videre vil oppgaven basere seg på årsrapporter og informasjon som finnes på selskapets hjemmeside.



Oppgaven benytter i all hovedsak sekundærdata. Regnskapstallene og mye av stoffet om Orkla er hentet fra deres offisielle rapporter. Dette må kunne sies å være svært gode sekundærdata, da de er hentet fra godkjente offisielle rapporter. I tillegg er det også hentet inn data fra andre sekundærkilder.

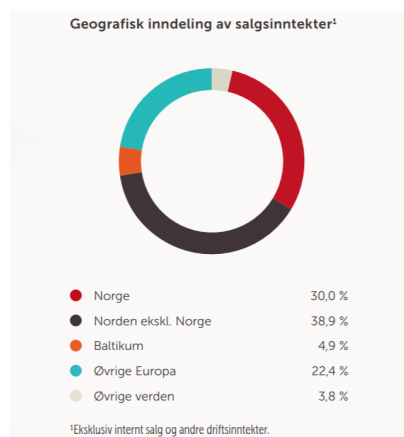
#### 1.4 Oppbygging

Oppgaven vil begynne med å se på selskapet og bransjen selskapet opererer i. Deretter vil det bli gjennomført en strategisk analyse, bestående av både interne og eksterne analyser. I del fire vil det være en regnskapsanalyse av selskapet, før det i del fem blir gjennomført en finansiell analyse. Denne delen vil bestå av en prognose av fremtidige kontantstrømmer, utledning av avkastningskrav, sammensetting fundamental verdsettelse, sammensetting markedsbasert verdsettelse og en sensitivitetsanalyse. I del seks vil det bli gjennomført en kritikk av oppgaven, før det til slutt i del syv vil presenteres en konklusjon.

## 2.0 Presentasjon av Orkla

### 2.1 Om Orkla

Orklas kjernevirksomhet er merkevarer. I tillegg til dette satser de også på virksomhet innen energi, eiendom og finansielle investeringer. Orkla driver hovedsakelig i Norden og Baltikum, men også i andre deler av Europa og noe i resten av verden. Orkla er Nordens og Baltikums ledende merkevarselskap, hvor de hadde 73,9 % av sine salgsinntekter i 2017, som vi kan se av figuren nedenfor. Selskapet er registrert på Oslo Børs, og regnes som et av Norges største selskaper. Orkla har per 31.12.17 18 178 ansatte og har hovedkontor i Oslo (Orkla, 2018, s. 6). Med en total omsetning på 40 milliarder kroner utgjør Orkla ASA det 14. største selskapet i Norge per 2017 (*Norges 500 største bedrifter, 2017*).



Figur 1 - Geografisk inndeling av salgsinntekter

Merkevarevirksomheten til konsernet består av forretningsområdene Orkla Foods, Orkla Confectionery & Snacks, Orkla Care og Orkla Food Ingredients (*Om oss, 2019*). I tillegg til dette har de en investeringsvirksomhet som er drevet under navnet Orkla Investments. Denne består av en eierandel på 42,6 % i Jotun, en eierandel i Hydro Powers kraftverk og Financial Investments, som igjen består av Orkla Eiendom og Orkla Venture (Orkla, 2018, s. 20). Dette kan vi se av figuren nedenfor.



Figur 2 - Forretningsområder

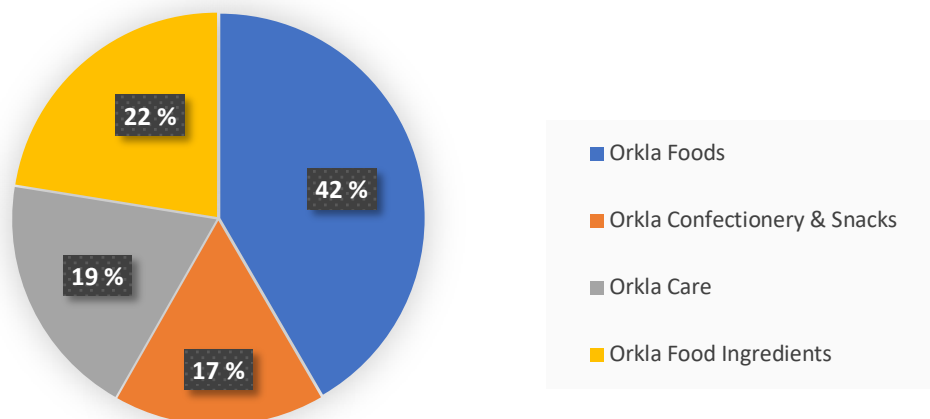
Fra 2011 har Orkla jobbet for å bli et mer rendyrket merkevareselskap og dermed bli bedre på kjerneområdene sine. Dette har medført at de blant annet har solgt seg ut av Sapa JV, og de har styrket sin posisjon som merkevareleverandør ved å kjøpe opp flere små og mellomstore virksomheter (Orkla, 2018, s. 6).

### 2.1.1 Orklas merkevarevirksomhet

Orkla er i hovedsak en merkevareleverandør og det er her mesteparten av inntektene deres kommer fra, til sammen 97 % av driftsinntektene (Orkla, 2018, s. 22). Orklas merkevarevirksomhet består av forretningsområdene Orkla Foods, Orkla Confectionery & Snacks, Orkla Care og Orkla Food Ingredients.

Orkla Food står for den største delen av driftsinntektene på merkevareområdet, med cirka 42 % av merkevareomsetningen som man kan se i figuren under. Orkla Foods tilbyr kjente lokale merkevarer til kunder i Norden, Baltikum, Sentral-Europa og India, hvor Norge og Sverige er de største markedene.

## Driftsinntekter fordelt på merkevarevirksomhetsavdelingene i 2017



Figur 3 - Driftsinntekter fordelt på merkevarevirksomhetsavdelingene

De siste årene har Orkla Food gjort en del tiltak for å styrke posisjonen sin. De har blant annet kjøpt opp flere selskaper, som eksempelvis Rieber & Søn, og merkevarer som Tomtegløgg. I tillegg har de solgt seg ut av enkelte områder, gjennom for eksempel nedleggelse og salg av Denja og K-Salat (Orkla, 2018, s. 22).

Orkla Confectionery & Snacks er markedsleder innen kategoriene godteri, kjeks og snacks, med kjente lokale merker og smaker som begeistrer forbrukere i Norden og Baltikum (*Orkla Confectionery & Snacks*, 2019). Dette merkevareområdet stod, som vi ser ovenfor, for 17 % av driftsinntektene for merkevarevirksomheten. Her kommer over 90 % av salgsinntektene fra Norden og Baltikum, hvor de selger kjente merkevarer som KiMs, Nidar, Göteborgs Kex, Sætre, OLW og Panda for å nevne noen.

Orkla Care står for 19 % av driftsinntektene for merkevarevirksomheten. Denne enheten er organisert i seks forretningsenheter. Disse er Orkla Home & Personal Care, Orkla Health, Orkla House Care, Orkla Wound Care, Pierre Robert Group og Lilleborg. Av disse er de største Orkla Home & Personal Care og Orkla Health (Orkla, 2018, s. 15). 70 % av omsetningen i forretningsområdet kommer fra Norden, hvor Norge er det største enkeltmarkedet. Orkla Care har en bred portefølje med produkter innen helse, velvære og rengjøringsmidler. Dette er alt fra tekstiler som strømpebukser og undertøy i Pierre Robert

Group, til maling og maleutstyr i Orkla House Care (*Pierre Robert Group, 2019*) (*Orkla House Care, 2019*).

Orkla Food Ingrediens står for 22 % av Orklas driftsinntekter innen merkevareområdet, hvor salgsinntektene i all hovedsak kommer fra salg av varer til baking. De største produktgruppene er margarin og smørblandinger, gjær, bakehjelpemidler og bakemikser til brød og kaker, marsipan og iskremingredienser (*Viktige hendelser, 2019*). I løpet av de siste årene har Orkla Food Ingrediens gjort flere tiltak for å forsterke sin posisjon, spesielt i Europa, men også i Norden og Baltikum. De har blant annet gjennomført følgende oppkjøp: nederlandske Laan Heiloo B.V, tyske Eis Ludwig Gräbner GmbH, 85 % av aksjene i det Britiske selskapet Orchard Valley Food Limited og flere andre.

#### 2.1.2 Orkla Investments

Orkla har flere investeringer utenom merkevareområdet som er organisert under Orkla Investments. Under denne avdelingen er store eierandeler i Jotun, Hydro Power og Financial Investment. Financial Investment består i hovedsak av Orkla Eiendom og Orkla Venture. Orkla Eiendom ivaretar utvikling av eiendommer som frigjøres som følge av restruktureringen av merkevareområdet, samt utviklingen av konsernets nye hovedkontor. Orkla Venture ble etablert i 2017 for å nå ut til et voksende univers av gründervirksomheter og oppstartsselskaper som driver innovasjon utenfor de etablerte selskapene. Orkla Investments står for rundt 3 % av driftsinntektene til Orkla ASA (Orkla, 2018, s. 22).

#### 2.1.3 Historien til Orkla

Orkla har røtter helt tilbake til 1654 da de startet opp gruvedrift i Løkken verk, som ligger i Meldal kommune i Trøndelag. I 1904 overtok Orkla Grube-Aktiebolag driften av Løkken Verk, og det er her navnet Orkla stammer ifra. Gruvedrift var selskapets hovedområde fram til midten av 1900-tallet. På denne tiden begynte malmreservene å tømmes, og det førte til at gruvedriften ble ulønnsom. Gruvedriften ble til slutt avsluttet i 1987 (*Orkla Food Ingredients, 2019*).

Etter at Orkla ble børsnotert på Oslo Børs i 1929 begynte overgangen til det selskapet de er i dag; et selskap med fokus på merkevarer. I 1941 begynte Orkla Industrier å bygge sin investeringsportefølje utenfor det de hadde drevet med frem til da. På 1980-tallet skjedde flere viktige hendelser som satte fart på overgangen til å bli et merkevareselskap. I 1980

solgte de seg ut av Norsk Hydro, noe som ga dem en solid kapitalinnsprøyting. I 1984 gikk Orkla inn i mediebransjen da de kjøpte Ernst G. Mortensens Forlag. I 1986 fusjonerte Orkla og Borregaard AS. Dette var på denne tiden den største fusjonen i Norges historie, og gjorde at kjerneområdene til Orkla Borregaard ble merkevarer, kjemi og finansielle investeringer.

Videre i 1991 ble posisjonen som merkevareselskap på nytt forsterket da de fusjonerte med Nora Industrier. I 1995 overtar Orkla selskapene Procardia Food og Abba Seafood i Sverige. Gjennom dette blir de deleier i Svenske Pripps og Ringnes. I tillegg gikk de på denne tiden inn i Russland gjennom eierskapet i Baltic Beverages Holding. I 1997 øker de fokuset på Øst-Europa da de kjøper ut de andre investorene i Baltic Beverages Holding.

Utover begynnelsen på 2000-tallet gjør de også flere store strategiske steg. I 2000 kjøper de 40 % av Carlsberg Breweries og det danske mediehuset Det Berlingske Officin. I 2004 selger de Carlsberg Breweries og kjøper SladCo, som er en ledende russisk produsent av sjokolade, kjeks og godteri.

I 2005 overtar Orkla selskapene Elkem, Sapa og Chips ABP. Dette styrker selskapet som en merkevareleverandør i Norden og Baltikum. Videre i 2009 byttet Orkla og Alcoa slik at Orkla mottar Alcoas Eierandel i Sapa Profiler mot at Alcoa mottar Orklas eierandel i Elkem Aluminium. Overtakelsen av Sapa gjør Orkla til en stor aktør i aluminiumsmarkedet, noe som senere får en betydelig salgsgevinst da Orkla selger seg ut av Sapa. Dette vil bli sett på i regnskapsanalysen.

I 2006 blir Orkla media solgt til fordel for Dansk Droge og det russiske sjokoladeselskapet Krupskaya. Orkla kjøper også MTR Foods i India, som har flere ledende posisjoner innenfor sine kategorier i India. Etter en avtale Good Energies Investment og Q-Cells i 2007 blir Orkla største eier i REC. Etter 2011, som nevnt tidligere, annonserer Orkla at deres strategiske fokus vil være vekst innen merkevarer. Dette medfører at de selger mesteparten av aksjeporteføljen og andre aktiva utenfor kjerneområdet.

I 2013 omorganiseres merkevareområdet og deles opp i de fem enhetene vi kjenner til i dag. Disse er Orkla Foods, Orkla Confectionery & Snacks, Orkla Home & Personal (Orkla Care), Orkla Food Ingredients og Orkla International. I 2014 overtar Peter A. Ruzicka som konsernsjef. De inngår en avtale om å kjøpe NP Foods Group. Med dette oppkjøpet doubler

Orkla omfanget av sin baltiske virksomhet, noe som gjør Orkla til en av de største leverandørene av merkevarer til dagligvarehandelen i Baltikum. I 2015 inngår Orkla avtale om å kjøpe merkevarer selskapet Cederroth, og med det blir det en av Nordens ledende leverandører av produkter innen pleie, helse, sårpleie og vaskemidler.

## 2.2 Visjon, strategi og mål

Orkla-kompasset er en samlebetegnelse for Orklas visjon, mål, strategiske pilarer, kjerneverdier og forretningsstrategi. I følge dem selv setter kompasset en tydelig felles retning til konsernet for hvordan virksomheten skal driftes. Dette gjennom visjonen «din venn hver dag» og deres forretningsidé «vi gjør hver dag bedre med lokale, bærekraftige merkevarer som sprer glede». Visjonen og forretningsidéen, underbygd av verdiene «modig», «til å stole på» og «inspirerende», skal Orkla være bedre og skape større verdier enn konkurrentene og andre sammenlignbare virksomheter. Dette har de som mål å oppnå ved å arbeide målrettet innenfor deres fem strategiske pilarer, nemlig forbruker, kunder, medarbeidere, verdi-kjede og samfunn (Orkla, 2018, s. 8-9).

Disse strategiske pilarene viser tydelig hvor hovedfokus til Orkla ligger. Forbrukerne er tross alt de personene som benytter seg av Orklas produkter, og uten et fokus på dem, vil det ikke være noen som benytter seg av produktene som produseres. Kundene er her dagligvarebutikkene, og det er viktig å opprette et godt kundeforhold for å ha en distribusjonskanal ut til forbrukerne. Medarbeiderne er viktige for å kunne levere et best mulig produkt til kundene og forbrukerne, der alle blir fornøyde og ikke vil benytte seg av konkurrerende virksomheter. Med «samfunn» og «verdi-kjede» menes å ha en virksomhet med et tydelig samfunnsansvar som skaper verdier, effektivt og bærekraftig.

## 2.3 Ledelse

I følge årsrapporten har Orkla prinsipper for ledelse og eierstyring som skal danne et grunnlag for langsiktig verdiskaping. Denne verdiskapingen skal være for det beste til de ansatte og investorene, men også for resten av samfunnet. Åpenhet, transparens, ansvarlighet og likebehandling er sentrale begrep som skal sørge for tillitt til konsernet og ledelsen (Orkla, 2018, s. 39). Dette skal i følge selskapet skape en sunn og god forretningsmessig kultur i bedriften.

Konsernledelsen til Orkla består av totalt 10 ledere og direktører, hvor Peter A. Ruzicka per 22. mars 2019 er konsernsjef for Orkla. Under arbeidet av denne oppgaven ble det annonsert at Ruzicka skal tre av som konsernsjef, men fungerer altså fortsatt som konsernsjef uten at noen konkret dato er satt. Ruzicka ble konsernsjef for Orkla i 2014, og har før dette hatt sentrale roller i flere kjente selskaper, som RIMI Norge AS og Jernia ASA for å nevne noen.

#### 2.4 Aksjen – investor

Orkla er et aksjeselskap bestående av 1.018.930.970 aksjer, der pålydende er 1.25 kr per aksje per 31.12.2017 (Orkla, 2018, s. 181). Aksjene er fordelt på ulike aksjonærer over hele verden. 53 % av aksjene er eid av aktører utenlands, med de største aksjonærbeholdningene i henholdsvis USA med 21 % og Storbritannia med 11 %. Som man kan se av tabellen under, er det CANICA AS som er største aksjonær, med 19,05 % av aksjene. CANICA AS er eid av Orklas styreleder Stein Erik Hagen. Orkla har kun én aksjeklasse, hvor hver aksje gir én stemme. Orkla har uttalt at de ønsker å opprettholde et ordinært utbyttensnivå på minimum 2.50 kroner per aksje, og i tillegg at aksjene til enhver tid skal oppnå konkurransedyktig avkastning på sin investering gjennom en kombinasjon av utbytte og verdiøkning på aksjen (*Aksjonærer*, 2019).

Rank	Aksjonærer	Aksjer	% av aksjer	Kontotype	Land
1	CANICA AS	194,150,000	19.05	COMP	NOR
2	FOLKETRYGDFONDET	76,595,117	7.52	COMP	NOR
3	TVIST 5 AS	50,050,000	4.91	COMP	NOR
4	STATE STREET BANK AND TRUST COMP	39,350,832	3.86	NOM	USA
5	JPMORGAN CHASE BANK, N.A., LONDON	38,304,828	3.76	NOM	GBR
6	STATE STREET BANK AND TRUST COMP	38,069,968	3.74	NOM	USA
7	ORKLA ASA	19,410,259	1.90	COMP	NOR
8	CLEARSTREAM BANKING S.A.	15,245,497	1.50	NOM	LUX
9	THE BANK OF NEW YORK MELLON	14,899,256	1.46	NOM	GBR
10	STATE STREET BANK AND TRUST COMP	12,473,846	1.22	NOM	USA

Tabell 1 - Største aksjonærer i Orkla



## 3.0 Strategisk analyse

Formålet med en strategisk analyse er å se hvordan selskapet står i forhold til sine konkurrenter, samt hvordan deres utviklingsmuligheter ser ut. Siden denne oppgaven handler om verdsettelse, og framtidutsiktene for et selskap er viktig i en verdivurdering, er dette sentralt i denne oppgaven. Det er også viktig å analysere og forstå hvor eventuell meravkastning kommer fra, og om det er mulig å opprettholde denne over tid. Dersom det handler om at selskapet har klart å sette seg i en fordelaktig posisjon i forhold til sine konkurrenter, så sies det å være et konkurransefortrinn (Roos, 2014).

Den strategiske analysen vil bli gjennomført ved hjelp av ulike modeller. Dette for å hjelpe til med å holde oversikten gjennom analysen. Det vil bli benyttet modeller som ser på de interne og de eksterne faktorene til selskapet. Denne delen av oppgaven vil dermed bli delt opp i en intern og en ekstern analyse. Disse er VRIO-modellen, Porters fem konkurransekrefter og PESTEL-modellen. VRIO-modellen er et verktøy i en intern analyse, som vurderer om ressursene til et selskap er rot til eventuelle konkurransefortrinn. Videre kan PESTEL-modellen brukes til å studere makroforhold, mens Porters fem konkurransekrefter ser på forholdene i bransjen som selskapet opererer i. Til slutt vil de interne og eksterne faktorene bli analysert gjennom en SWOT-analyse.

### 3.1 Intern analyse

#### 3.1.1 VRIO-modellen

Formålet med å benytte VRIO-modellen for å analysere Orkla, er for å fastslå om selskapets interne ressurser skaper konkurransefortrinn, eller eventuelt om de kan skape varige konkurransefortrinn i framtiden. VRIO-modellen handler om nettopp dette, hvordan identifisere og etablere varige konkurransefortrinn. I følge denne modellen bør en virksomhet se på fire betingelser (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2015):

1. V – value
2. R – rarity
3. I – imitability
4. O – organization

Ut fra disse fire betingelsene kan man stille fire spørsmål (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2015):

1. Hvor *verdifulle* er ressursene for våre interessenter?
2. Hvor *sjeldne* er våre ressurser?
3. Hvor enkle er være våre ressurser å *kopiere*?
4. Hvordan er man *organisert* for å ivareta eller utvikle ressursene?

I tabell 2 ser vi et eksempel på hvordan man kan vurdere ressursene til et selskap etter VRIO-modellen. Det er de immaterielle ressursene som mest sannsynlig kan bli relativt permanente og langvarige konkurransefortrinn for et selskap. Dette forutsetter følgelig at de er verdifulle for selskapet. Grunnen til dette er at de er vanskelige å kopiere for konkurrentene. Selve ressursene er kanskje ikke så lett å forstå seg på. Eksempler på slike ressurser kan være organisasjonskultur, merkevare og kunnskap hos de ansatte (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2015). Tabell 2 illustrerer, som nevnt innledningsvis i avsnittet, hvordan ulike ressurser kan vurderes gjennom VRIO-modellen. A, B, C og D er fire forskjellige eksempler på ressurser som er plassert i tabellen. De forskjellige ressursene vurderes ut ifra de fire betingelsene til modellen; om ressursen er verdifull, sjelden, kostbar å imitere og hvordan selskapet er organisert for å kunne utnytte den. Tabell 2 viser at man kan stille seg disse spørsmålene i en gitt rekkefølge. Man kan se at A, B, C og D får nei til svar på ulike tidspunkt. Dermed har de forskjellige ressursene ulik konkurransemessig verdi.

Ressurs	Verdifull	Sjelden/unik	Kostbar å imitere	Utnyttet av selskap	Konkurransemessig verdi
A	Nei	-	-	Nei	Negativ verdi
B	Ja	Nei	-	-	Paritet
C	Ja	Ja	Nei	-	Midlertidig konkurransefordel
D	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefordel

Tabell 2 - VRIO-modellen

Oppgaven vil nå vurdere de ulike ressursene som Orkla besitter, og forsøke å plassere disse i tabellen ovenfor. Dette for å se om Orkla har ressurser som kan gi de konkurransefortrinn i forhold til konkurrentene. Orkla besitter mange ulike ressurser, men denne oppgaven vil kun fokusere på noen. Oppgaven vil se på ressursene merkevare, relasjoner i markedet, humankapital og monetære ressurser.

### 3.1.1.1 Merkevarer

En merkevare er et sett med assosiasjoner som folk forbinder med et produkt, en tjeneste eller et selskap. Det kan være at kunder kjenner igjen et merke i det de skal ta en beslutning om hvilket produkt de skal kjøpe, og at merkevaren bidrar til at konsumenten foretrekker deres produkt (Percy og Rosenbaum-Elliott, 2016). Dette kan diskuteres å være en av de sterkeste sidene til Orkla som selskap. Selve merkevaren til Orkla som leverandør av merkevarer er sterk, men merkevaren til de ulike produktene som de forsyner markedet med, er kanskje enda sterkere hos forbrukerne. Eksempler på ulike merkevarer som Orkla forsyner markedet med er Idun, Omo, Jordan, Grandiosa, Kims, Lano, Toro og Zalo for å nevne noen. Alle disse merkevarene står sterkt hos forbrukerne hver for seg, og viser på mange måter en av de viktigste styrkene til Orkla.

For å se ressursen merkevare i lys av VRIO-modellen kan man diskutere ressursen gjennom de fire punktene i modellen. På den måten kan man forsøke å plassere ressursen inn i tabellen ovenfor. Først kan man se på hvorvidt denne ressursen oppleves som verdifull for interessentene. Orkla har flere ulike interessenter, men kunder og forbrukere må kunne sees på som de viktigste interessentene for selskapet (*Interessentdialog*, 2019). Det er utvilsomt at merkevaren oppleves som verdifull for disse. De ulike butikkene drar nytte av å kunne levere kjente merkevarer til forbrukerne, mens forbrukerne opplever verdi ved at de har tilgang på kjente merkevarer i alle butikker. Man kan dermed påstå at denne ressursen anses som verdifull.

De neste punktene er å se på hvor sjeldne merkevaren er, og om den eventuelt er vanskelig å kopiere. Ser man for eksempel på frossenpizza har Orkla en helt unik posisjon i dette markedet, som viser hvor sjelden denne merkevaren kan sees å være. I 2018 hadde Orkla en markedsandel på 68 %, bestående av blant annet Grandiosa (NTB, 2019). Dette er unike tall. Det å etablere og utvikle en merkevare er en utrolig krevende øvelse, noe som gjør det vanskelig å kopiere for konkurrenter.

Dermed kan man se på det siste punktet i modellen. Hvordan er Orkla organisert for å ivareta og utvikle denne ressursen? Med sitt unike distribusjonsnett og mengde av ulike produkter som tilbys, må man kunne si at Orkla er organisert for å ta vare på denne ressursen, og utnytter den godt. Ser vi i tabellen ovenfor kan ressursen merkevare, som er en immateriell eiendel, med andre ord plasseres på raden til «ressurs D». Det vil si at merkevaren er et varig

konkurransefortrinn for Orkla. Dette er kanskje ikke et overraskende funn, med tanke på markedsposisjonen til selskapet.

#### *3.1.1.2 Relasjoner*

Orkla har en god interessentdialog for å hjelpe de til å forstå andres synspunkter, skape tillit og samarbeide om forbedringer. De viktigste interessentene er kunder og forbrukere, medarbeidere, investorer, myndighetene, samfunnet og leverandører. Dialog skjer gjennom direkte kommunikasjon for det meste, men også gjennom undersøkelser og prosjekter. God klagehåndtering er også blitt utviklet, noe som er viktig for å opparbeide tilliten blant interessenter (Orkla, 2018, s. 106). En aktiv dialog er viktig for å høre andres meninger og synspunkter, slik at tillit skapes når Orkla vil gjennomføre endringer.

Orkla har i de siste årene vært i dialog med myndigheter og politikere om å fremme sunt og bærekraftig forbruk. I 2017 var de en del av flere samarbeidsprosjekter for å utvikle bærekraftig produksjon og forbruk. Blant annet samarbeider de med Fretex for å øke gjenvinning av undertøy og andre tekstiler, og med FoodProFuture om å skape en kunnskapsplattform for bærekraftig produksjon og utnyttelse av planteproteiner. Globale utfordringer som klimaendringer, sykdommer og mangel på råvarer krever et samarbeid mellom Orkla og myndigheter og politikere. En aktiv dialog og et godt samarbeid vil bidra til et økende engasjement og nytenkning i selskapet (Orkla, 2018, s. 106).

Videre er en åpen og god dialog med leverandørene viktig for å skape tillit og et godt samarbeid. Leverandørene kan sitte med kompetanse som muligens ikke Orkla besitter, som igjen kan føre til nye og innovative produkter, eller en forbedring av eksisterende produkter. Gjennom aktiv og god dialog med leverandørene etableres det et konkurransefortrinn. Derfor, bør dette anses som en viktig relasjonsressurs for Orkla. Hovedsakelig skjer innkjøp lokalt, noe som gir et enda større grunnlag for tett samarbeid og relasjonsbygging.

Orkla er opptatt av å ha et lokalt samfunnsengasjement. Gjennom å skape lønnsomme virksomheter skaper de positive ringvirkninger for samfunnet i form av blant annet arbeidsplasser og kompetanseutvikling. De er, i samarbeid med lokale myndigheter, skoler og organisasjoner, med å støtte samfunnsnyttige prosjekter. Eksempler på slike prosjekter er «Toro – suppe til folket», hvor det gis suppe til folk som virkelig trenger det og «Gode opplevelser for barn», hvor barn på barnehjem og lignende skal få oppleve fine ting gjennom

sommerleir og andre sosiale aktiviteter. Dette er viktig relasjonsbygging blant kunder og forbrukere. De danner seg en positiv oppfattelse av Orkla og deres produkter, og ikke minst en tillit til Orkla om at de faktisk bryr seg om samfunnet og at folk har det bra.

Sett i lys av VRIO-modellen, så har Orkla opparbeidet seg sterke relasjoner med kunder, myndigheter og lokalsamfunnet. Dette er en verdifull ressurs. For å vurdere sjeldenheten av denne ressursen, så er ikke dette en veldig sjelden ressurs. Alle konkurrentene til Orkla har samme forutsetninger for å bygge den samme tilliten og relasjonene. Derfor kan dette anses som en ressurs av type B ut fra tabellen over, som vil si at relasjoner som en ressurs har konkurransemessig paritet.

### *3.1.1.3 Humankapital*

Orkla har de siste årene jobbet videre med å styrke kompetanseheving og utvikling. Orkla har som formål å gi alle nivåer og land mulighet til utvikling. Dette har medført at kurs og annen opplæring har økt, spesielt mellom 2015 og 2017. I tillegg så blir nye ledere introdusert til et utviklingsprogram som gir en introduksjon til Orklas verdier og lederprinsipper.

Kompetanseutviklingen evalueres kontinuerlig av kompetansestyret i Orkla. De har nylig satt i gang diverse program for at administrering, oppfølging og gjennomføring av kursaktiviteter skal bli enklere på tvers av selskap og land (Orkla, 2018, s. 101). Kompetanse innad i et selskap er noe ethvert selskap setter pris på, og som er med å danne konkurransefortrinn.

Videre har Orkla gode ordninger når det kommer til dialog mellom ledere/mellomledere og tillitsvalgte om forretningsstrategi, og om saker som berører medarbeidernes interesser. Omtrent tre fjerdedeler av Orklas medarbeidere jobber i selskap der det har blitt utviklet formelle organ for samarbeid mellom ledelsen og representanter for de ansatte. En viktig bidragsyter til dette er konsernavtalen. Denne avtalen regulerer samarbeidet mellom Orkla og de ansattes organisasjoner, og ble fornyet med to nye år i 2017 (Orkla, 2018, s. 101). Å ta vare på medarbeidernes interesser og la de bli hørt er viktig i et selskap for å skape en følelse av tilhørighet og en følelse av at en faktisk betyr noe. Dette bidrar til å gjøre ansatte fornøyde, som igjen bidrar til motiverte ansatte. Motiverte ansatte er viktig for et selskap, slik at de får vist og brukt deres kompetanse til det fulle.

Orkla har stort fokus på arbeidsmiljø, helse og sikkerhet. De stiller høye krav til det og jobber systematisk med å forhindre skader og bidra til god helse hos de ansatte. Det er avgjørende for en arbeidstaker å ha et sunt og godt arbeidsmiljø. Dette jobber Orkla med gjennom god

styring av risiko og ved å involvere de ansatte i arbeidet med helse, miljø og sikkerhet (Orkla, 2018, s. 108). For en arbeidstaker er det viktig med gode og trygge rammer for at de skal yte i arbeidslivet. Den unike kompetansen de innehar om Orkla, om deres prosedyrer, om deres produkter og om deres strategier og mål er ikke gitt at blir formidlet dersom arbeidsplassen anses som et dårlig og utrygt sted å være. En trygg arbeidsplass er derfor et nøkkelord for at Orkla kan utnytte det konkurransefortrinnet de har ved humankapital, nemlig kompetanse.

Dersom en ser humankapital som en ressurs i lys av VRIO-modellen, jobber Orkla iherdig og kontinuerlig for å utvikle kompetanse og sørge for at denne kompetansen blir utnyttet. Dersom man ser på tabellen over, er humankapital lite tvilsomt en verdifull ressurs for Orkla. Hvorvidt ressursen er sjelden eller unik for Orkla, er det derimot vanskelig å konkludere med. Ledelsen eller noen av de ansatte kan inneha særkompetanse innen visse felt som andre har vanskeligheter for å imitere. På den annen side har andre konkurrerende selskaper de fleste forutsetninger til å opparbeide seg kompetanse på lik linje med Orkla og danne seg et tilsvarende konkurransefortrinn. Alt i alt er det derfor vanskelig å vurdere ressursens konkurransemessige verdi. Dersom en går ut fra at kompetansen ansatte i Orkla innehar er unik og sjelden, så kan man også påstå at ressursen er godt utnyttet av selskapet, med tanke på alle ordningene de har for å følge opp og utvikle kompetanse. Dermed kan ressursen vurderes som en ressurs av type D, som vil si at humankapital er en ressurs med varig konkurransemessig verdi. På en annen side kan det være like riktig å påstå at humankapital er en ikke-sjelden ressurs som er relativt enkel å imitere. Dette vil si at en kan vurdere ressursen som en ressurs av type B, og at ressursen har konkurransemessig paritet.

#### *3.1.1.4 Monetære ressurser*

Monetære ressurser er ressurser som har med inntekter og kostnader å gjøre, og kalles ofte for finansielle ressurser. Salgsinntektene til Orkla genereres hovedsakelig gjennom salg av forbruksvarer til grossister. 30 % av salgsinntektene kommer fra Norge, mens 70 % kommer fra salg i utlandet (Orkla, 2018, s. 7).

Bilaterale lån fra relasjonsbanker og lån i det norske obligasjonsmarkedet er Orklas viktigste finansieringskilder. I tillegg har Orkla tatt opp et lån i det amerikanske Private Placement-markedet. De har en rentebærende gjeld som i all hovedsak består av obligasjonslån, men også noen banklån og andre lån (Orkla, 2018, s. 170-171).

I 2017 ble Orklas balanse redusert med 2,2 milliarder kroner og netto rentebærende gjeld ble redusert med 8 milliarder kroner. Dette skyldes hovedsakelig salget av Sapa til Norsk Hydro. I tillegg så førte en svekkelse av den norske kronen til negative omregningseffekter på 429 millioner kroner. I 2017 økte Orklas driftsinntekter med 5 %, som skyldes organisk salgsvekst i merkevarevirksomheten, oppkjøp og positive valutaomregningseffekter (på grunn av den svake norske kronen) (Orkla, 2018, s. 24-27).

Orklas finansielle stilling i utgangen av 2017 er solid, med solide likviditetsreserver og kredittlinjer. Dette gir de en finansiell fleksibilitet for videre drift. Videre har de en solid kapitalstruktur med en forsvarlig egenkapitalandel på 65 % (Orkla, 2018, s. 27). Disse tallene vil bli videre presentert i regnskapsanalysen. Oppsummert så er det liten tvil om at de monetære ressursene til Orkla er verdifulle ressurser som gir de videre mulighet til finansiering og investering av potensielle oppkjøp og prosjekter. Samtidig kan ikke disse ressursene sees på som unike eller vanskelig å imitere for konkurrerende bedrifter i bransjen. Derfor kan en ikke si at disse ressursene har en umiddelbar konkurransefordel.

### 3.2 Ekstern analyse

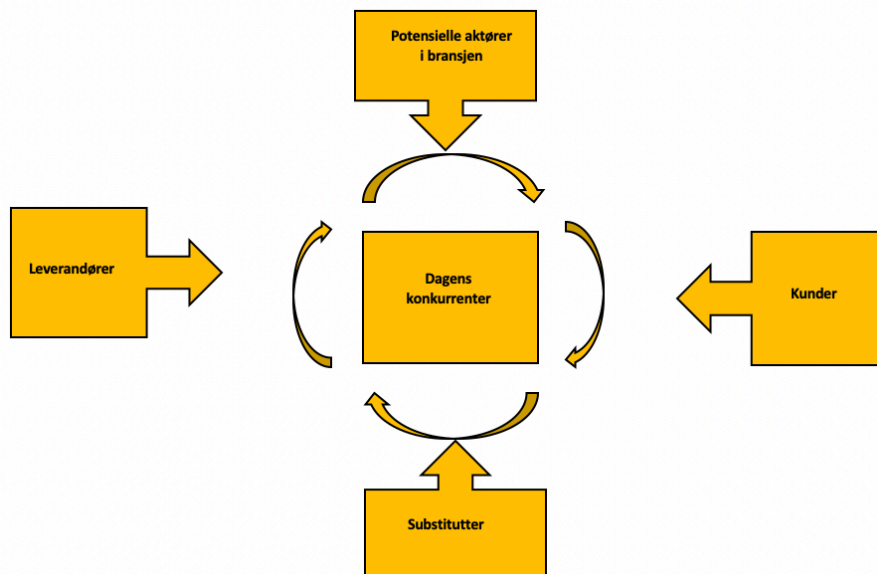
En ekstern analyse brukes for å analysere omgivelsene og bransjen en bedrift opererer i. Formålet med eksterne analyser er å kartlegge konkurransesituasjonen i bransjen. Denne delen vil ta for seg Porters femfaktormodell og en PESTEL-analyse for å kartlegge bransjen.

#### 3.2.1 Porters fem konkurransekrefter

Porters fem konkurransekrefter er et sett av faktorer i de nære omgivelsene som på en mer direkte måte virker inn på organisasjonens virksomhet og muligheten for å opparbeide og beholde konkurransefortrinn. Disse faktorene er ofte knyttet til konkurransesituasjonen innenfor den aktuelle bransjen. Porters fem faktorer benyttes som en bakgrunn for å forstå dynamikken i bransjen organisasjonen opererer i, og som er avgjørende for hvordan en organisasjon posisjonerer seg i forhold til sine konkurrenter. Figur 4 viser de ulike faktorene, og hvordan de påvirker bransjen. De fem faktorene er (Roos, 2014):

1. Rivalisering blant eksisterende bedrifter i bransjen (Dagens konkurrenter)
2. Leverandørens forhandlingssituasjon (Leverandører)
3. Kundens forhandlingssituasjon (Kunder)

4. Trusselen fra nye aktører som ønsker å etablere seg i bransjen (Potensielle aktører i bransjen)
5. Trusselen om at substituerbare produkter skal erstatte våre varer eller tjenester (Substitutter)



Figur 4 - Porters fem konkurransekrefter

### 3.2.1.1 Dagens konkurrenter

Bedrifter bruker en rekke virkemidler, blant annet priskonkurransen og produktlanseringer, for å komme seg i en best mulig posisjon i forhold til konkurrentene. Konkurransen intensiteten vurderes ut fra antall konkurrenter og størrelsen på konkurrentene, vekst i bransjen, produktforskjeller og faste kostnader/lagerkostnader. Orklas merkevarerområde er i bransjen Fast-Moving Consumer Goods (FMCG). FMCG er forbruksvarer som selges i store mengder til en relativt lav kostnad (Kenton, 2019). I Norge har ikke Orkla én stor konkurrent, heller flere små konkurrenter.

Butikkjedene i Norge: NorgesGruppen, Reitangruppen og Coop, satser mer og mer på egne merkevarer. Dette er merkevarer som dagligvarekjedene eier og kontrollerer selv. Formålet med egne merkevarer er at forbrukerne skal få et større utvalg, høyere kvalitet og lavere priser. Merkevarer de eier og kontrollerer selv er First Price, Jacobs utvalgte, Rema 1000 og Coop, og de er i stor grad produkter av samme art som det Orkla leverer. Én av fire varer i en gjennomsnittlig norsk handlekurv er av egne merkevarer, Orkla må ta disse mindre konkurrentene på alvor (*Egne merkevarer - venn eller fiende?*, 2018).



Videre så er både Tine og Nortura to selskap i Norge med en sterk merkevare. De er likevel ikke helt like som Orkla. For det første er både Tine og Nortura et samvirke (Virke) mens Orkla er et allmennaksjeselskap (ASA). For det andre leverer Tine og Nortura hovedsakelig egg, kjøtt og meieriprodukter, i motsetning til Orkla, som leverer og satser mer på bearbeidet mat i form av Toro, Grandiosa, Stabburet, Big One, og så videre. I tillegg eies Fjordland av Tine og Nortura, som er en direkte konkurrent til flere Orkla-produkter (*Bedriften vår*, 2019).

På internasjonalt nivå konkurrerer Orkla mot en rekke store merkevareselskap, som for eksempel Nestlé og Procter & Gamble. Nestlé er den største i FMCG-bransjen i verden og konkurrerer hovedsakelig mot Orkla Confectionary & Snacks (*The 50 largest FMCG / consumer goods companies in the world*, 2018). Procter & Gamble er den nest største i FMCG-bransjen i verden og leverer solide merkevarer innen personlig pleie og velvære, som for eksempel Pampers, Gillette og Head and Shoulders (*Brands*, 2019). Med andre ord er de en reell konkurrent til Orkla Care.

Det er liten tvil om at det er hard konkurranse mellom aktørene i denne bransjen. Det som er viktig for de forskjellige aktørene er å skape merkeidentitet hos forbrukerne. Toro (Orkla) og Fjordland kjemper om å være kundens førstevalg når det kommer til hurtig og forholdsvis sunn middag. Det er følgelig viktig å vise at man er tilstede gjennom reklamer og kampanjer, slik at det skapes en merkevareidentitet. Forbruksvarer koster lite og man kjøper det relativt ofte. Det er derfor viktig at man bygger en sterk merkevare som man forbinder med varen man skal kjøpe. Merkevaren er det største konkurransefortrinnet til enhver aktør i bransjen.

Rivaliseringen blant eksisterende bedrifter i bransjen anses som høy. Bransjen består av få, men store og veletablerte aktører, som gir dem et kontinuerlig press når det kommer til å være tilstede i markedet, gjennom blant annet reklamer og kampanjer.

### *3.2.1.2 Leverandører*

Leverandørene kan, i varierende grad, bidra til å presse overskuddet ned i en bransje. Dette skjer gjennom trusler om å sette opp prisene eller redusere kvaliteten på det de leverer.

Leverandørenes forhandlingsmakt avhenger av antallet leverandører i bransjen, hvor differensierte produkter leverandørene har og antallet substitutter. Dersom det er få leverandører i bransjen, har leverandørene høy forhandlingsstyrke. Leverandørenes forhandlingsmakt bestemmes også av hvor mange leverandører som leverer samme produkt.

Her kommer også trusselen om substitutter inn. Dersom leverandørene har differensierte produkter, som ikke kan kjøpes av andre, vil de ofte være i en sterk forhandlingsposisjon. Om kundene anses som mindre viktige, vil også det styrke leverandørens forhandlingsposisjon (Roos, 2014).

Orklas merkevareselskaper har leverandører av råvarer, materialer og tjenester over hele verden. Det fremgår av Orklas årsrapport fra 2015 at 61 % av innkjøpene skjer i Norden og Baltikum, som er deres viktigste markeder. Resten av innkjøpene gjøres øvrig i Europa og i verden. Dette indikerer at Orkla gjør sine fleste innkjøp lokalt. Orkla handler med totalt 24 000 leverandører, hvorav 3 000 anses som viktige (Orkla, 2016, s. 50).

Fra Orklas perspektiv er økte priser eller redusert kvalitet fra leverandørene en stor trussel. Økte priser på innkjøpsvarene til Orkla vil ha stor innvirkning på deres økonomi. I tillegg er bærekraft et nøkkelord hos Orkla. De har som formål å utvikle sunnere matvarer, redusere matsvinn og lansere produkter som representerer gode miljøvalg i hverdagen (*Bærekraft*, 2019). Ergo, er det viktig at råvarene Orkla går til innkjøp av er av god kvalitet. Det er derfor viktig at leverandørene som har vist at de kan levere kvaliteten Orkla krever, ikke er tilbøyelige til å redusere kvaliteten.

Leverandører av kjøtt- og meieriprodukter i Norge vil ha høy forhandlingsmakt. Dette er fordi de er beskyttet av importvernet (*Importvern*, 2019). Det vil si at Orkla kun kan kjøpe råvarer fra disse leverandørene i Norge. I utlandet er det annerledes. Der er det flere leverandører, som betyr at de ikke vil ha like høy forhandlingsmakt som leverandørene i Norge.

Det finnes mange forskjellige leverandører av varene Orkla etterspør. Varene og tjenestene Orkla etterspør er i tillegg lite differensiert, noe som indikerer at leverandørens forhandlingsmakt er lav. Videre må det vurderes hvorvidt Orkla er en viktig kunde for leverandørene. Det finnes mange store internasjonale aktører i bransjen Orkla opererer i, for eksempel Procter & Gamble og Nestlé, som leverandører kan tjene mye mer på enn Orkla. Likevel er Orkla såpass store at det med høy sannsynlighet ville vært merkbart for leverandørene om de sluttet samarbeidet med Orkla. Ser man på tallene til Orkla, har de solide inntekter og positive årsresultat, følgelig er det rimelig å si at de betaler ned sin gjeld på en pålitelig måte. Dermed, alt sett under ett, kan man si at leverandørenes forhandlingsmakt er lav.

### *3.2.1.3 Kunder*

Kundene er ofte interessert i å presse prisene ned og oppnå høyere kvalitet eller bedre og mer service. Dette kan gå utover det selgende selskapets lønnsomhet. Derfor spiller kundenes forhandlingsmakt en rolle. Kundenes forhandlingsmakt er høy dersom kundegruppen er konsentrert eller kjøper store mengder av produktet, om produktene er standardiserte eller udifferensierte, eller om produktet utgjør en betydelig andel av kundens totale kostnader eller innkjøp (Roos, 2014). I første omgang er dagligvarekjedene Orklas kunder, men produktene ender til slutt opp hos forbrukerne, så det er disse vi ser på her.

Mat og forbruksvarer er nødvendighetsvarer som alle har bruk for. Kundegruppen til Orkla kan dermed klassifiseres som stor. På dette punktet har derfor Orklas kunder lav forhandlingsmakt. Som nevnt har alle dagligvarekjedene i Norge egne merkevarer forbrukerne kan velge framfor Orklas produkter. Dette anses som en stor trussel for Orkla. Her er det viktig at Orkla prioriterer merkevarebygging. Produktene de konkurrerer mot er mer eller mindre like som deres egne. Derfor er det viktig å skape en oppfattelse hos forbrukeren at deres produkt er bedre enn andres.

Flere og flere forbrukere blir mer sunnhetsbevisste, noe merkevarene må ta hensyn til. Dette kan anses som en mer konsentrert kundegruppe, som resulterer i høyere forhandlingsmakt hos kundene. Orkla tar hensyn til dette ved å bygge tillit blant forbrukerne, slik at de gjør bevisste valg når de handler. De satser stadig mer på nøkkelhullsmerker for å gjøre den sunnhetsbevisste kundegruppen fornøyd, en kundegruppe som stadig vokser.

En kan konkludere med at Orklas forbrukerkunder har lav til middels forhandlingsmakt. På en side finnes det mange like produkter Orkla konkurrerer mot som enkelt kan erstatte Orklas produkter. Dette er med på å styrke kundenes forhandlingsmakt. Samtidig driver Orkla med kontinuerlig merkevarebygging og tillitsbygging, som fører til at denne forhandlingsstyrken svekkes. På den andre siden har Orkla en såpass stor kundegruppe at forhandlingsstyrken anses som lav.

### *3.2.1.4 Potensielle aktører i bransjen*

Nyetableringer i en bransje vil ofte føre med seg ny kapasitet, hvor de nyetablerte har et ønske om å vinne markedsandeler. Dette leder til prispress og økte kostnader grunnet økt konkurranse. Redusert lønnsomhet er ofte resultatet av nyetableringer hos de eksisterende

aktørene i bransjen. Hvorvidt trusselen om nyetableringer er til stede, avhenger av i hvor stor grad hvilke etableringshindringer som finnes i bransjen. Potensielle nyetableringer vil også se på hvilken reaksjon de er forventet å få av de allerede etablerte bedriftene. Det finnes ulike etableringshindre som avgjør om etableringstrusselen er høy eller lav. Trusselen er høy dersom det ikke er utnyttet stordriftsfordeler, byttekostnaden er lav for kundene, etableringene er lite kapitalkrevende, bransjen er lønnsom og det er liten grad av produkt differensiering (Roos, 2014).

Stordriftsfordeler er til stede dersom enhetskostnadene for et produkt eller tjeneste synker etter hvert som produksjonsvolumet øker. Orkla er en bransje som består av flere veletablerte og store aktører, som produserer og kjøper opp produkter i stor skala. Det er derfor rimelig å si at disse bedriftene innehar stordriftsfordeler. Bedrifter som vil etablere seg i denne bransjen må derfor ikke belage seg på å oppnå stordriftsfordeler med det samme, da det vil være høye kostnader knyttet til markedsføring, utvikling og produksjon av varer. Denne etableringshindringen er avgjørende for bedrifter som vurderer å gå inn i bransjen.

Produkt differensiering går ut på at de etablerte selskapene har etablerte merkevarer. Det går også ut på at selskapene har opparbeidet lojalitet hos kundene. Orklas bransje tilbyr lite differensierte produkter, som vil si at de er avhengige av merkevare og kundelojalitet. Dette har de bygd opp over tid gjennom markedsføring og merkevarebygging. For potensielle nyetablerte aktører vil dette bety høye kostnader knyttet til markedsføring og merkevarebygging. Kundelojaliteten hos de etablerte selskapene er vanskelig å bryte, så eventuelle nykommere må forvente lavere salg enn de veletablerte selskapene.

En kan med rimelighet konkludere med at trusselen for nyetableringer er lav.

Stordriftsfordeler er godt utnyttet blant selskapene, samt at de har etablerte merkevarer og høy lojalitet hos kundene. Dersom potensielle nyetableringer har lyst til å komme opp på de etablertes nivå, må de belage seg på høye kostnader knyttet til markedsføring og innovasjon.

#### *3.2.1.5 Substitutter*

Å se etter substitutter vil si å se etter andre produkter som kan dekke samme funksjon og behov som produktet i den aktuelle bransjen. Substitutter er med på å redusere potensiell lønnsomhet i bransjen ved at de begrenser prisnivået og etterspørselen. Hva som betraktes som et substitutt kommer an på hva kunden etterspør. Substitutter som er under en god

utvikling, eller blir produsert i en bransje der lønnsomheten er god, er substitutter som aktører må rette spesiell oppmerksomhet mot.

Orkla Foods har produkter som Grandiosa, TORO og Nora syltetøy som en del av sin portefølje. Her er Dr. Oetker, Fjordland og Lerum syltetøy blant konkurrentene Orkla konkurrerer mot i dagligvarebutikkene. Matopplevelsen man får av å velge et produkt fra Orkla Foods kontra å velge fra noen andre som selger tilsvarende er nokså lik. Det vil si, trusler fra substitutter blir høyere. Sunnhet og fokus på ernæring er mye mer utbredt nå enn før, men merkevarene har utviklet nye produktvarianter som skal være sunnere innenfor kategoriene. Hva som er et substitutt for en forbruksvare avhenger av forbrukerens preferanser.

Videre tilbyr Orkla Confectionary & Snacks produkter innenfor kategoriene godteri, kjeks og snacks, med kjente merker som for eksempel Nidar, Kims og Polly. Blant substituttene har man Freia, Maarud og Den lille nøttefabrikken. Forbrukerne får så å si det samme uavhengig om de velger Orklas produkter eller konkurrerende produkter. Man velger ofte det man er vant med å kjøpe. Hva man er vant med å kjøpe avhenger mye av reklame og hva man alltid har vært vant med å kjøpe. Orkla driver kontinuerlig med merkevarebygging for å skape en oppfatning om at det er fordelaktig å velge deres produkt fremfor noen andres. De kjører for eksempel merkevarekampanjer om Kims-potetgullet deres som gjør at konsumentene blir mer tilbøyelige til å kjøpe Kims-potetgull fremfor Maarud-potetgull.

I tillegg til de substitutter som er nevnt, har dagligvarekjedene Orkla leverer produkter til, blant annet Rema 1000, Meny og Coop, utviklet egne merkevarer. Disse blir stadig mer populære, og må anses som substitutter til Orklas produkter. Prisfølsomme kunder, som studenter, vil typisk foretrekke egne merkevarer, da disse ofte er billigere alternativer. Andre vil gå etter produkter av høyere kvalitet hvor det ofte er pris som er kvalitetsindikatoren hos forbrukeren. Det kommer som sagt helt an på hva forbrukeren foretrekker av produkter.

Bransjen Orkla opererer i har et utall med forskjellige merkevarer. Forbrukerne har et enormt tilbud av varer. Det finnes med andre ord mange produkter som kan substituere Orklas produkter. Hva forbrukerne foretrekker vil være bestemmende for hva som er substitutter til Orklas produkter. Studenter, som er prisfølsomme forbrukere, vil se på egne merkevarer som klare substitutter til Orklas produkter, mens andre forbrukere ofte vil velge det de er vant og

kjent med. Freia melkesjokolade har også en større forbrukergruppe enn Nidar, noe som kan forklares med at Freia har vært kjent i veldig lang tid. Alt i alt er det derfor rimelig å si at trusselen fra substitutter er høy.

### 3.2.2 PESTEL

PESTEL-analyse er et analyseverktøy som ser på makroforholdene i omgivelsene, og hvordan disse forholdene påvirker og vil påvirke virksomheten. Dette er forhold som er utenfor virksomhetens kontroll, og som virksomheten selv ikke har mulighet til å påvirke. PESTEL ser på seks ulike forhold; politiske-, økonomiske-, sosiokulturelle-, teknologiske-, miljømessige- og juridiske forhold. PESTEL-analysen avdekker hvilke forhold som er viktige for virksomheten i dag, og som vil bli viktig i fremtiden (Roos, 2014). Siden Orkla driver virksomhet i hovedsakelig Norden, Baltikum, India, Tsjekkia, Østerrike og Russland, er det de makroøkonomiske forholdene som påvirker disse landene som ses nærmere på her (*Orkla i verden*, 2019).

#### 3.2.2.1 Politiske forhold

Under politiske forhold er forhold som sosiale velferdsordninger, skattepolitikk, handelsreguleringer og politisk stabilitet sentrale for Orklas virksomhet.

Siden Orkla får brorparten av sine salgsinntekter fra Norden, nærmere 70 %, er de politiske forholdene i Norden sentrale for virksomheten (Orkla, 2018, s. 7). Den nordiske velferdsmodellen bidrar til gunstige forhold for Orkla ved at den bidrar til små inntektsforskjeller, høy sysselsetting, offentlige trygdeordninger og gode velferdstiltak. Gratis utdanning og helsevesen er eksempel på dette (Ødegård, 2012). Modellen gir innbyggerne jevnt over stor kjøpekraft, uavhengig av sosial bakgrunn og livssituasjon. Den bidrar også til å opprettholde kjøpekraften i nedgangskonjunkturer og ved arbeidsledighet, hvor det vil være mer naturlig å benytte seg av lavpriskjeder og noe mer nøkterne forbruksvarer.

Selskapsskatten i de ulike landene Orkla har sitt nedslagsfelt, kan påvirke om investeringene blir ulønnsomme eller ikke. En høy selskapsskatt vil føre til lavere overskudd.

Selskapsskatten for 2018 var ganske jevn i Norden med en sats på 23 % i Norge, 22 % i Sverige og Danmark og 20 % i Finland og Island. I Baltikum lå satsen på 20 % i Latvia og Estland, mens den var nede på 15 % i Litauen. Dette må anses å være på et respektabelt nivå sammenlignet med stormakter som Frankrike (33.3 %) og Tyskland (29.79 %), men også mye

høyere enn land som Ungarn (9 %) og Bulgaria (10 %) (*List of Countries by Corporate Tax Rate*, 2019). Skattesatsene i Norge har de siste årene likevel utviklet seg i positiv retning (sett fra selskapenes side), da de er blitt redusert fra 27 % i 2015 til 22 % i 2019 (*Skattesatser 2016, 2016*). Dette ga en mer konkurransedyktig skattesats sammenlignet med våre naboland, og bidrar til at Orkla kunne satse ytterligere i Norge, uten å tape penger på grunn av den høye skattesatsen. Denne skattesatsen er det gitt uttrykk for at det vil være stabil i årene som kommer.

Usikkerhet rundt politiske faktorer kan være en stor utfordring, da politiske forhold kan påvirke virksomheten på flere områder, som nevnt over. Politisk stabilitet er dermed en viktig faktor for å kunne drive virksomheten med en viss sikkerhet for at det ikke skal skje drastiske endringer i de politiske forholdene. Hvert år legger The World Bank Group frem en rapport over styringsindikatorer fra over 200 land fra hele verden. Styringsindikatorerne omfatter blant annet effektivitet, korrupsjon og stabilitet hos de ulike regjeringene. Indikatorene er rangert fra 0-100, der 0 er dårligst og 100 er best. De nordiske landene scorer på indikatoren politisk stabilitet jevnt over høyt, der Norge (90.0), Finland (87.62) og Sverige (81.43) har høyest score av de nordiske. På toppen av listen ligger Grønland, Monaco og New Zealand med en score på henholdsvis 100.0, 99.5 og 99.0 (*Worldwide Governance Indicators*, 2017).

Et annet politisk forhold er pengepolitikken, og i mars 2018 ga Regjeringen en ny forskrift for pengepolitikken, der de reduserer inflasjonsmålet fra 2,5 % til 2,0 % (Finansdepartementet, 2018). Dette vil påvirke resultatet til Orkla i tiden som kommer, da inntektene og kostnadene påvirkes av inflasjonen i Norge.

#### *3.2.2.2 Økonomiske forhold*

Bruttonasjonalprodukt (BNP) viser den samlede verdien av alle varer og tjenester som produseres i et land i løpet av et år, minus verdien av alle varene som brukes under produksjonen av disse varene. BNP per innbygger viser det samme tallet dividert på antall innbyggere i landet, og brukes ofte som et mål på velferdsnivået i et land, da land med høy BNP per innbygger som regel også scorer høyt på andre faktorer som måler velferd i et land (Holden, 2012). BNP per innbygger i Norge sank betraktelig etter oljekrisen som inntraff i 2014. BNP per innbygger gikk fra å ligge på 86 % over gjennomsnittet i EU (100 %) til å ligge på 46 % over gjennomsnittet i 2017 (Statistisk sentralbyrå, 2014). I resten av Norden, varierer BNP per innbygger fra 9-30 % over gjennomsnittet i EU. Orklas nedslagsfelt i

Europa har lavere score på BNP per innbygger sammenlignet med resten av EU. Latvia med 67 %, Litauen med 78 % og Estland med 79 % har en betydelig lavere BNP per innbygger sammenlignet med Norden, men har likevel hatt en positiv utvikling, der alle har steget med tre prosentpoeng de siste tre årene (Statistisk sentralbyrå, 2018a). At nedgangen i BNP per innbygger synes å være over i Norge, den positive utviklingen hos Baltikum-landene, og at verdiene er jevnt over høye i resten av Norden vil sies å være til fordel for Orkla ASA.

Den norske og den svenske kronen har svekket seg mot de andre større valutaene som euro og britiske pund det siste halvåret, noe som har ført til økte innkjøpskostnader på importerte produkter. Spesielt har man merket dette på virksomheten i Sverige (Orkla, 2019b). Likevel vil en svakere krone føre til økte salgsinntekter i utenlandsk valuta, da spesielt i land med valuta som har styrket seg i forhold til den norske kronen.

### *3.2.2.3 Sosiokulturelle forhold*

Demografi, sosiale trender og shoppingvaner er sentrale sosiokulturelle forhold som påvirker Orklas virksomhet.

Befolkningstallet i Norge var 5 332 000 per 31. Desember 2018. Befolkningsveksten i Norge var i 2018 på 36 200, noe som tilsvarer 0,7 % vekst, der 42 % skyldes fødselsoverskudd og 58 % skyldes innvandring. Likevel er befolkningsveksten det laveste tallet siden 2005 (Statistisk sentralbyrå, 2018b).

Sosiale trender har hatt og vil ha stor påvirkning på Orklas virksomhet. Spesielt er det helsetrender som vil ha størst innvirkning på våre matvaner frem mot 2020, og som vil påvirke hvilke varer forbrukerne vil kjøpe. Innholdet i maten ser ut til å bli mer og mer viktig for forbrukerne, da spesielt med tanke på at maten skal være økologisk og/eller så naturlig som mulig, uten eller minimalt med tilsatte tilsetningsstoffer. Fokuset på økologisk og sunn mat har ført til at matvarer som oppnår visse krav blir merket i form av for eksempel Nøkkelhullmerket eller Debio-merket (økologisk mat). Dette hjelper forbrukerne å enklere velge matvarer som tilfredsstillere deres krav (EY, 2014). Dagens helsefokus har også ført til et stort marked for kosttilskudd, noe Orkla har reagert på ved å foreta et oppkjøp av Health and Sports Nutrition Group HSNG AB, som driver netthandelsportalene Gymgrossisten og Bodystore, og er den største nettaktøren i Norden innen helse og sportsernæring.



Elektronisk handel av dagligvarer er i vekst i Norge. Fra 2014 til 2015 økte mathandelen på nett med 91,6 %, mens den fra 2015 til 2016 økte med 40,2 %. Man ser her at det er leverandørene som leverer matkasser med oppskrifter og råvarer som er mest populære. Likevel utgjør dette salget i underkant av kun én prosent av det totale salget av mat og drikke (Virke, 2017). Muligheten for netthandling av dagligvarer er i høyeste grad til stede, men ser ikke ut til helt å ha slått an i det norske markedet, selv om man kan se at markedet er i en betydelig vekst.

#### *3.2.2.4 Teknologiske forhold*

For Orklas del er det de teknologiske forholdene i form av effektivisering og forbedring som er de mest sentrale. Likevel kan ikke den teknologiske utviklingen sies å påvirke bransjen i veldig stor grad i likhet med andre bransjer som for eksempel IT- og telekommunikasjonsbransjen. Netthandling kunne vært nevnt under teknologiske forhold, men ble heller beskrevet under de sosiokulturelle forholdene, da teknologien for netthandling har vært til stede en stund, mens det er opp til forbrukerne å endre sine vaner til å benytte seg av teknologien som allerede finnes.

#### *3.2.2.5 Miljømessige forhold*

Miljømessige forhold er eksterne miljøforhold som kan påvirke virksomheten. Dette kan være vær- og klimaforhold, miljøkrav og avfallshåndtering. Det er umulig å nevne de miljømessige forholdene uten å komme inn på klimautslipp og -endringer i verden. Her har det i de seneste årene blitt økt fokus fra både myndigheter og forbrukerne selv. Paris-avtalen er her sentral, som i korte trekk sier at gjennomsnittstemperaturen ikke skal stige mer enn maksimum to grader celsius, og at man mellom år 2050 og 2100 skal være klimanøytrale (FN, 2018). Miljøbevisstheten har også økt blant forbrukerne med krav om at varene en kjøper skal representere gode miljøvalg. Her er det temaer som emballasje, plastavfall og matsvinn som engasjerer mest. Et godt eksempel på dette er forbrukernes boikott av varer som inneholdt palmeolje. De senere årene har dette blitt et stort fokus, der man kan se mange produkter som er merket «fri for palmeolje». Dette gjelder også produkter som aldri har inneholdt palmeolje tidligere. Orkla jobber aktivt for å begrense klimagassutslippene sine. Det er lite klimagassutslipp ved deres egen matvareproduksjon, og det meste av energiforbruket går med til strøm og oppvarming av fabrikkene. Det er råvarene Orkla kjøper fra andre som har størst miljøpåvirkning. Orkla jobber derfor med løsninger for å redusere matsvinnet, og har som mål å oppnå en reduksjon i matsvinnet med 30 % innen 2020. Innen samme periode skal også

klimagassutslipp, energi- og vannforbruk reduseres med 20 % (Orkla, 2018, s. 88). Det økte fokuset på spesielt matsvinn ser ut til å fungere, da matsvinnet hos forbrukerne er redusert med hele 13 % mellom 2015-2017 (Matvett, 2017).

#### 3.2.2.6 Juridiske forhold

Med juridiske forhold menes lover og reguleringer som påvirker aktører i bransjen. Dette kan være seg forbrukerlover, arbeidsmiljølover, og ulike handelsavtaler. Norges deltakelse i EØS gir Norge og Orkla tilgang til EUs indre marked, der man fritt kan bevege varer, tjenester, kapital og personer (*Det indre marked*, 2005). Dette er også til fordel for Orkla, da de har nedslagsfelt i store deler av Europa.

### 3.3 SWOT-analyse

Det siste punktet i en ressursanalyse går ut på å identifisere nøkkelfaktorer. Her er det vanlig å bruke en SWOT-analyse som metode. Denne analysen oppsummerer de interne og eksterne faktorene i en bedrift på en oversiktlig måte. SWOT-analysen består av fire hovedkomponenter:

1. Styrker (Strengths)
2. Svakheter (Weaknesses)
3. Muligheter (Opportunities)
4. Trusler (Threats)

De to første punktene fokuserer på sterke og svake sider representert av bedriftens ressurser. De to siste punktene er mer en oppsummering av de ulike faktorer som er knyttet til analysen av bedriftens omgivelser. Ved å ta resultatene fra den interne analysen og bringe de sammen med resultatene fra den eksterne analysen, får man et vurderingsgrunnlag om hvorvidt en bedrifts strategi er relevant og gjennomførbar gitt utviklingen som skjer i omgivelsene (Roos, 2014).

#### 3.3.1 Styrker

Orkla er et merkevareresselskap, og driver kontinuerlig med arbeid om å styrke denne merkevaren. I 2017 solgte de Sapa til Norsk Hydro nettopp for å styrke sin posisjon som et ledende merkevareresselskap (Orkla, 2018, s. 23). De har en solid egenkapitalandel på godt over 50 %, som gjør at de tåler eventuelle fremtidige tap. Videre har Orkla opparbeidet gode og

viktige relasjoner med diverse interessenter. Dette er viktig for å skape et godt tillitsforhold til de forskjellige interessentene, som mer eller mindre sikrer videre drift for Orkla. En annen styrke å trekke frem er den kompetansen de ansatte i Orkla besitter. De er veldig opptatt av å utvikle og utnytte kompetanse fullt ut. Dette gjør de blant annet ved å kontinuerlig jobbe med å ha en desentralisert struktur, slik at medarbeidernes interesser også blir respektert og hørt i saker som omgår selskapet.

### 3.3.2 Svakheter

Orkla har godt kvalifiserte ansatte med unik kompetanse om deres produkter. Dette er en styrke hos Orkla, men kan også vurderes som en svakhet. Dersom Orkla for eksempel beslutter å ta inn nye produkter i sin portefølje krever det kompetanse fra de ansatte som de i dag ikke besitter. Videre er mye av kapitalen til Orkla bundet i varelager. Dette kan anses som en svakhet siden det gjør de mindre likvide. En annen styrke som også kan anses som en svakhet er desentraliseringen av ledelsen. Dette kan resultere i en større risiko for interessekonflikter mellom ledelsen og de ansatte.

### 3.3.3 Muligheter

Orkla blir stadig større og satser på flere og flere områder med årene som går. De er størst i Norden og Baltikum, men har også produkter så langt unna som India. De kjøper stadig opp selskap over hele verden, som er med å sikre deres inntekt i mange år fremover.

Videre har den stadig økende miljøbevisstheten blant forbrukerne gitt flere muligheter for Orkla. De er et selskap som har en strategi om å være bærekraftig og miljøtenkende. Denne strategien har blitt utviklet etter hvert som forbrukerne har blitt mer miljøbevisste. Med andre ord har det åpnet seg nye markeder for Orkla som ikke har eksistert i like stor grad tidligere.

Befolkningen er i vekst, samtidig som det kommer innvandrere til Norden, noe som resulterer i flere potensielle kunder. Den nordiske velferdsmodellen gjør at det er liten forskjell mellom forbrukere, slik at det jevnt over er høy kjøpekraft blant forbrukerne.

### 3.3.4 Trusler

Dagligvarekjedene har egne merkevarer som stadig blir mer populære blant forbrukerne.

Disse kan anses som en av de største truslene til Orkla. Videre har leverandørene til Orkla

innen kjøtt- og meieriprodukter i Norge sterk forhandlingsstyrke. Dette er fordi Orkla kun kan kjøpe produkter fra visse leverandører i Norge.

Klimagassutslipp er et stort problem i dagens samfunn, og myndighetene vil stille strengere krav til det i fremtiden. Parisavtalen er sentral her. Orklas virksomhet i seg selv er ikke veldig miljøfarlig, men råvarene de kjøper inn og forbruket av det har en stor miljøpåvirkning (Orkla, 2018, s. 88).

Den norske kronen og dens utvikling kan også være en trussel for Orkla. En svak krone vil føre til dyrere import. På den annen side så vil en sterk krone også være en trussel, da eksport av varer vil bli dyrere for landene som kjøper varene. Det som er positivt for Orkla er at i all hovedsak så er innkjøp sentralisert, som vil si at innkjøp skjer i lokal valuta.

En siste trussel er ustabilitet i politiske faktorer. Mye av driften er avhengig av tiltak myndighetene i de forskjellige landene Orkla opererer i iverksetter. Heldigvis for Orkla er politikken nokså stabil i Norden, der Orkla er størst.

## 4.0 Regnskapsanalyse

Formålet med denne regnskapsanalysen er å forsøke å skape et helhetlig bilde av den økonomiske situasjonen til Orkla. Dette gjøres ved å se på den historiske utviklingen til selskapet, og på denne måten er det forhåpentligvis mulig å kunne si noe om hvordan fremtiden til selskapet kan se ut. For å gjennomføre denne analysen er det blitt hentet ut regnskapstall fra årsrapporter for årene 2014-2017. Oppgaven har valgt å se bort fra tallene fra 2018, da årsrapporten for dette året ikke har kommet. Disse er presentert nedenfor. I analysen av regnskapstallene vil oppgaven se på følgende fire forhold: Lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet.

### 4.1 Resultatregnskap

<b>Resultatregnskap</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>Driftsinntekter</b>	29 599	33 198	37 758	39 561
Varekostnader	-14 406	-16 345	-18 712	-19 718
Lønn og sosiale kostnader	-5 779	-6 432	-7 259	-7 567
Ordinære avskrivninger	-935	-1 057	-1 146	-1 184
Andre driftskostnader	-5 265	-5 755	-6 343	-6 457
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>-26 385</b>	<b>-29 589</b>	<b>-33 460</b>	<b>-34 926</b>
<b>Driftsresultat før andre inntekter og kostnader (EBIT adj.)</b>	<b>3 214</b>	<b>3 609</b>	<b>4 298</b>	<b>4 635</b>
Andre inntekter og kostnader	-100	-502	-382	-201
<b>Driftsresultat</b>	<b>3 114</b>	<b>3 107</b>	<b>3 916</b>	<b>4 434</b>
Netto finansposter	-242	983	376	137
<b>Ordinært resultat før skattekostnad</b>	<b>2 872</b>	<b>4 090</b>	<b>4 292</b>	<b>4 571</b>
Beregnet skattekostnad	-688	-722	-807	-980
<b>Resultat etter skatt fra videreført virksomhet</b>	<b>2 184</b>	<b>3 368</b>	<b>3 485</b>	<b>3 591</b>
Gevnist/tap/resultat ikke videreført virksomhet	-485	-17	890	5 066
<b>Årsresultat</b>	<b>1 699</b>	<b>3 351</b>	<b>4 375</b>	<b>8 657</b>

\* Tall i millioner

Tabell 3 - Resultatregnskap. Tall hentet fra: Rapporter fra Orkla.

I resultatregnskapet ovenfor ser man at Orkla har betydelige tall i posten «Gevinst/tap/resultat ikke videreført virksomhet». På grunn av størrelsen på konsernet Orkla, så vil det jevnlig skje endringer i selskapsstrukturen ved at selskaper selges og kjøpes. Større gevinster eller tap som følge av dette presenteres dermed på en egen linje i resultatet. Dette for å kunne gjøre tallene sammenlignbare og for å kunne fokusere på den videreførte virksomheten (Orkla, 2018, s. 187). Dette forklarer hvorfor årsresultatet fra år til år varierer mye. Ser man på årsresultatet fra 2017 så er dette omtrent doblet fra 2016. Dette skyldes en stor gevinst på salg av Sapa på 4 266 millioner kroner dette året. Dette var et selskap som de hadde en vesentlig eierandel i, men som ble solgt til Norske Hydro (Orkla, 2018, s. 187).

Ser vi imidlertid på resultat etter skatt fra videreført virksomhet, ser vi at denne har hatt en stigning gjennom alle fire årene. Dette skyldes primært at driftsinntektene har økt mer enn sum driftskostnader i løpet av perioden. Vi ser i tillegg at det har vært en del svingninger i netto finansposter, som var negativ i 2014. Da denne blir positiv bidrar også denne posten til å bedre resultatet i 2015-2017 i forhold til 2014.

## 4.2 Lønnsomhet

I den første delen av analysen skal vi se på forskjellige nøkkeltall for lønnsomhet.

Lønnsomhet skal forsøke å si noe om Orkla sin evne til å skape overskudd. Med andre ord må inntektene være høyere enn kostnadene (Kristoffersen, 2016). Dette er et av de mest essensielle punktene for at potensielle investorer skal ønske å investere sine penger i selskapet, og er dermed et avgjørende punkt for at Orkla skal kunne overleve på lengre sikt. Oppgaven kommer til å se på nøkkeltallene total kapitalrentabilitet, egen kapitalrentabilitet før skatt og resultatmargin.

### 4.2.1 Total kapitalrentabilitet

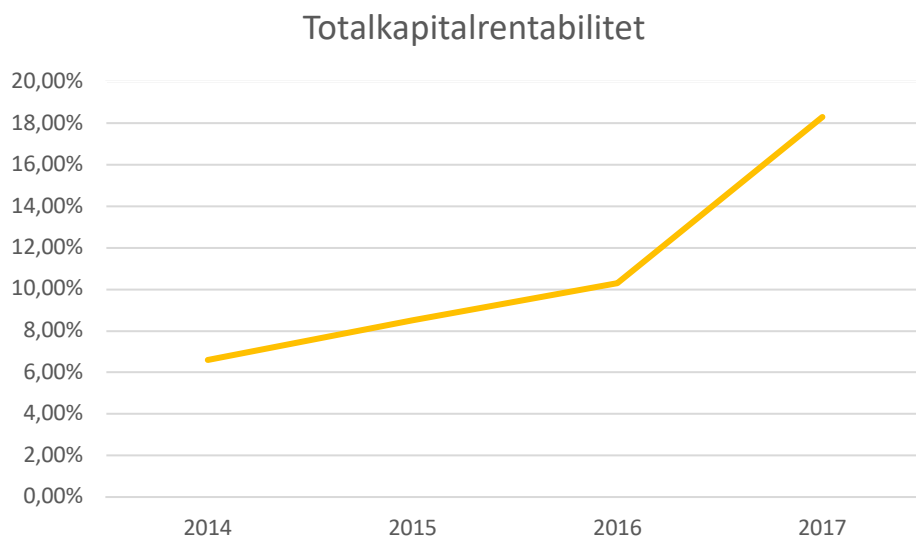
Total kapitalrentabilitet måler en bedrifts avkastning på den samlede kapital som er bundet i bedriften. Den gir et mål på hvor godt selskapet utnytter sine økonomiske ressurser, og er uavhengig av finansiering. Formelen for nøkkeltallet er:

$$\text{Total kapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) \cdot 100\%}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

Dette gir følgende nøkkeltall for Orkla:

År	2014	2015	2016	2017
Totalkapitalrentabilitet	6,60 %	8,50 %	10,30 %	18,30 %

Tabell 4 - Totalkapitalrentabilitet



Figur 5 - Totalkapitalrentabilitet

Ovenfor ser man totalkapitalrentabiliteten til Orkla presentert både i en tabell og en figur. Nøkkeltallet har vært stigende i hele perioden. Fra 6,60 % i 2014 til 18,30 % i 2017. Årsaken til økningen, er at både driftsresultatet og finansinntektene har vært økende i perioden. I tillegg har verdiene på eiendelene til konsernet, totalkapitalen, vært relativt stabil og hatt liten påvirkning på endringene i totalkapitalrentabiliteten. En rentabilitet på totalkapitalen på rundt 10 % regnes som god, mens over 20 % regnes som meget godt. Her kan man se at Orkla har vært i mellom 10 % og 20 % i 2016 og 2017, mens det i 2014 og 2015 har vært en noe dårligere rentabilitet på totalkapitalen. Nøkkeltallet ved utkanten av perioden må kunne sies å være meget bra.

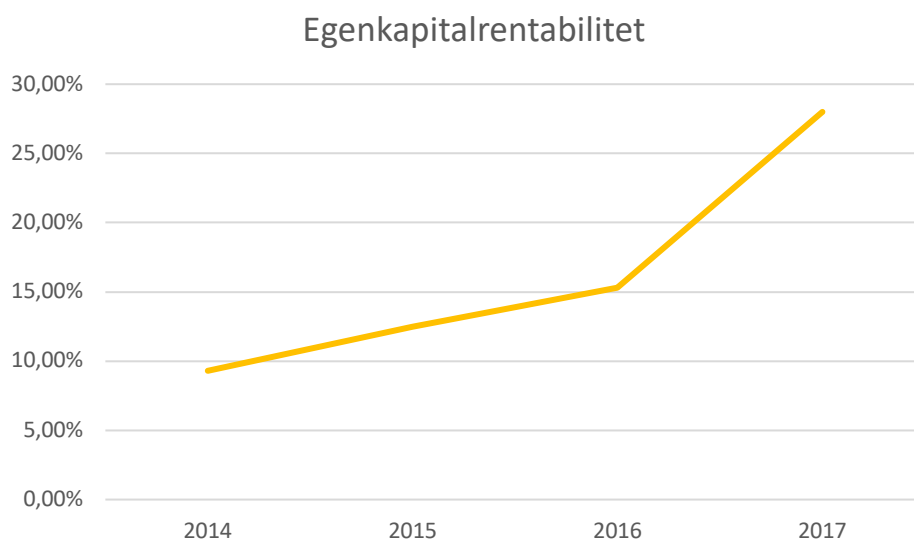
#### 4.2.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet er et mål som viser avkastningen til eierne i selskapet, og er et mål som i størst grad er interessant for eierne (Kristoffersen, 2016). Investorene er mest interessert i å se på rentabiliteten på egenkapitalen etter skatt, men denne oppgaven vil se på rentabiliteten på egenkapitalen før skatt. Dette fordi det er ulike skattesatser fra år til år, som vanskeliggjør sammenligning. Formelen er:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet før skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} \cdot 100 \%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

År	2014	2015	2016	2017
Egenkapitalrentabilitet	9,30 %	12,50 %	15,30 %	28,00 %

Tabell 5 - Egenkapitalrentabilitet før skatt



Figur 6 - Egenkapitalrentabilitet før skatt

På lik linje med de foregående tallene, så har rentabiliteten på egenkapitalen hatt den samme utviklingen de siste fire årene. Fra 9,30 % i 2014 til 28,00 % i 2017 har nøkkeltallet vært jevnt stigende. Også egenkapitalrentabiliteten før skatt må kunne sies å være noe lav i 2014, men meget god i 2017. Utviklingen er positiv.

#### 4.2.3 Resultatmargin

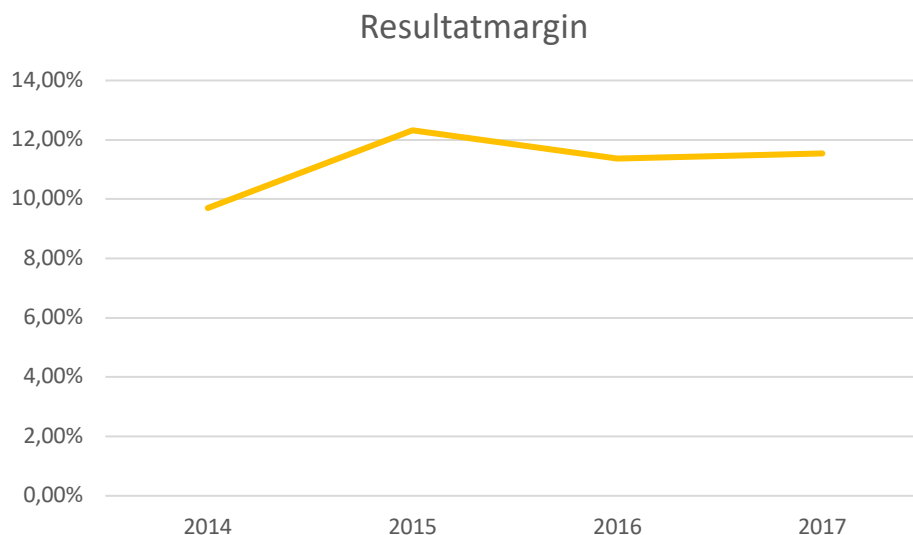
Resultatmargin er et nøkkeltall som forklarer hvor mye et selskap har tjent før man ser på ekstraordinære poster (Kristoffersen, 2016). Det er viktig å se nøkkeltallet over en periode, da hvert enkelt år kan bli påvirket av eksempelvis uvanlig store nedskrivninger, avskrivninger eller plutselige kostnader knyttet til vedlikehold. Også her vil oppgaven se på tallene før skatt, for å gjøre sammenligningen mer reell. Formelen for resultatmargin er:

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



År	2014	2015	2016	2017
Resultatmargin	9,70 %	12,32 %	11,37 %	11,55 %

Tabell 6 - Resultatmargin i %



Figur 7 - Resultatmargin i %

Ovenfor ser vi at resultatmarginen er relativt stabil rundt 10 % gjennom perioden. Den er noe økende fra 9,70 % i 2014 til 11,55 % i 2017. Alle disse marginene må sies å være godkjente tall, men det mest positive er muligens at nøkkeltallet ser ut til å ha en positiv utvikling. Med andre ord øker ordinært resultat før skatt mer enn driftsinntektene i løpet av perioden. Dette tyder bra for Orkla.

### 4.3 Finansiering

Når man snakker om finansiering ser man på hvordan et selskap anskaffer og anvender kapital. En analyse innenfor dette området ser på hvordan bedriftens eiendeler er sammensatt (Kristoffersen, 2016). Eiendelene til et selskap kan bli finansiert på ulike måter. De kan være langsiktig finansiert (langsiktig gjeld og egenkapital), eller de kan være kortsiktig finansiert. Analysen gjøres av balansen på et eksplisitt tidspunkt. Denne oppgaven vil se på arbeidskapital og finansieringsgrad 1.

#### 4.3.1 Finansieringsgrad 1

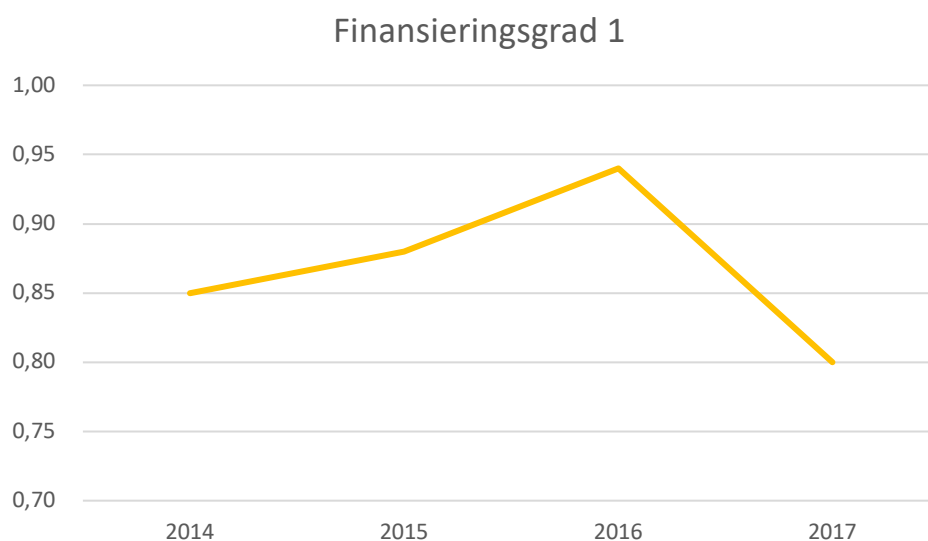
Finansieringsgrad 1 viser enkelt og greit i hvilken grad anleggsmidlene, de langsiktige eiendelene, er langsiktig finansiert. Som forklart ovenfor består langsiktig kapital av

langsiktig gjeld og egenkapital. Dette nøkkeltallet bør optimalt være mindre enn 1. Formelen er:

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

År	2014	2015	2016	2017
Finansieringsgrad 1	0,85	0,88	0,94	0,80

Tabell 7 - Finansieringsgrad 1



Figur 8 - Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 er under 1 i hele perioden. Dette er bra, siden det betyr at de langsiktige eiendelene fullt ut er finansiert av langsiktig kapital. Siden den er under 1 betyr det også at noen av de kortsiktige eiendelene er finansiert med langsiktig kapital. Vi ser i figuren ovenfor at nøkkeltallet er noe høyt i 2016, nemlig 0,94. Sammenligner man 2016 med 2017, kan man se i balansen at de i 2016 har omlag 7 000 millioner mer langsiktige eiendeler uten at det er nevneverdig forskjell i den langsiktige kapitalen. Dette er grunnen til at finansieringsgrad 1 er såpass mye høyere i dette året.

#### 4.3.2 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen til et selskap viser differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld.

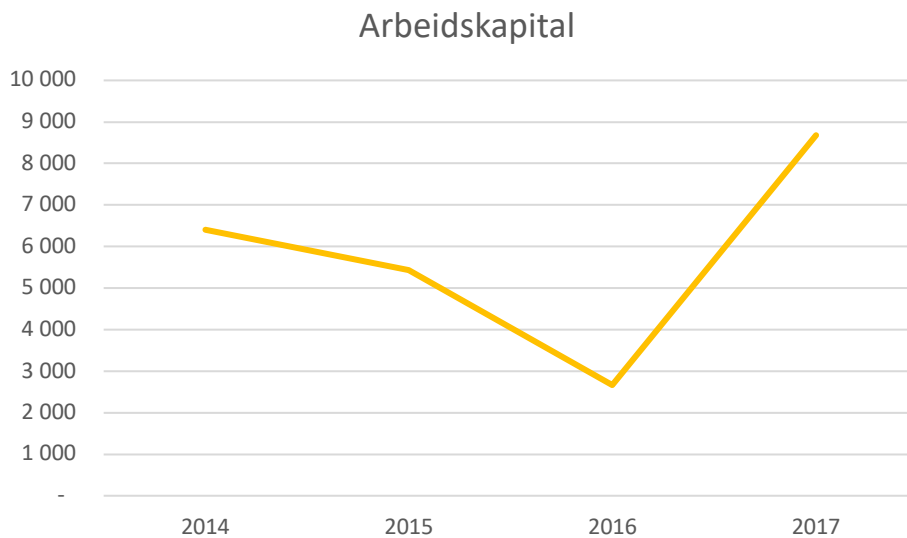
Dette er et nøkkeltall som burde være positiv, siden det betyr at noe av de kortsiktige eiendelene er finansiert av langsiktig kapital. Arbeidskapitalen er med andre ord det beløpet av omløpsmidlene som er langsiktig finansiert. Arbeidskapital og finansieringsgrad 1 henger

sammen. Er arbeidskapitalen positiv, så vil finanseringsgrad 1 være under 1 (Kristoffersen, 2016). Formelen er:

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

År	2014	2015	2016	2017
Arbeidskapital	6 405	5 431	2 665	8 680

Tabell 8 - Arbeidskapital (tall i millioner)



Figur 9 - Arbeidskapital (tall i millioner)

Som vi ser av figuren ovenfor ser vi at denne naturlig nok har den motsatte trenden av finanseringsgrad 1. I 2016 er arbeidskapitalen på det laveste, og det er også i dette året at finanseringsgrad 1 er nærmest 1. Ellers ser vi at tallene er relativt høye. I 2017 har Orkla 17 696 millioner kortsiktige eiendeler, hvorav 8 680 millioner er langsiktig finansiert. Dette må kunne sies å være tilfredsstillende.

#### 4.4 Soliditet

Soliditet sier noe om et selskaps evne til å tåle tap, og er også nært knyttet til finansiering (Kristoffersen, 2016). Denne oppgaven skal se nærmere på egenkapitalandel og gjeldsgrad.

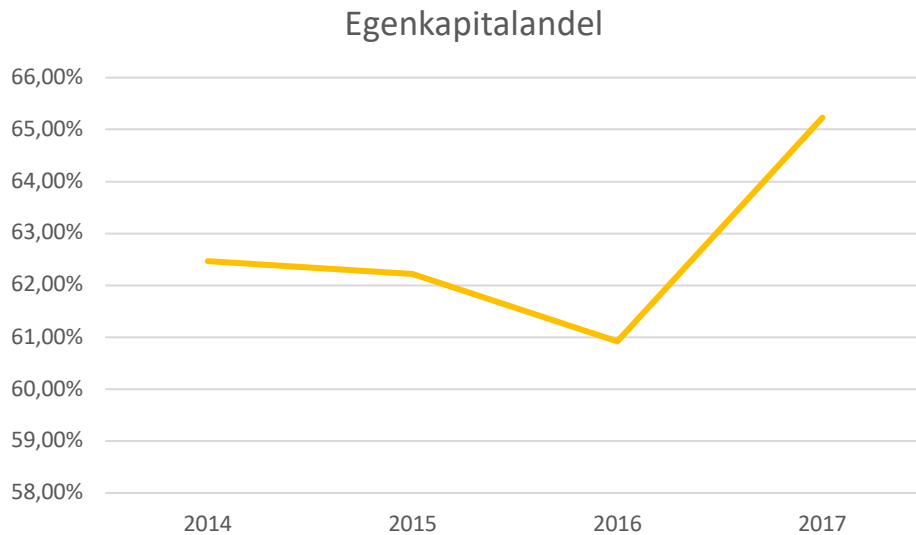
##### 4.4.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser hvor stor del av totalkapitalen som består av egenkapital, eller hvor stor del av eiendelene som er finansiert av egne midler (Kristoffersen, 2016). Formelen er:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapitalandel} \cdot 100 \%}{\text{Totalkapital}}$$

År	2014	2015	2016	2017
Egenkapitalandel	62,47 %	62,22 %	60,92 %	65,23 %

Tabell 9 - Egenkapitalandel



Figur 10 - Egenkapitalandel

Som man kan se av figuren ovenfor har egenkapitalandelen vært i overkant av 60 % hele veien, med en sterk økning det siste året til 65,23 %. Dette nøkkeltallet bør normalt være minst 25-30 %. Orklas egenkapitalandel må sies å være meget god, da deres verdier er langt over dette. Med andre ord er eiendelene til Orkla i stor grad er finansiert med egne midler, og de er dermed godt egnet til å tåle eventuelle tap i framtiden.

#### 4.4.2 Gjeldsgrad

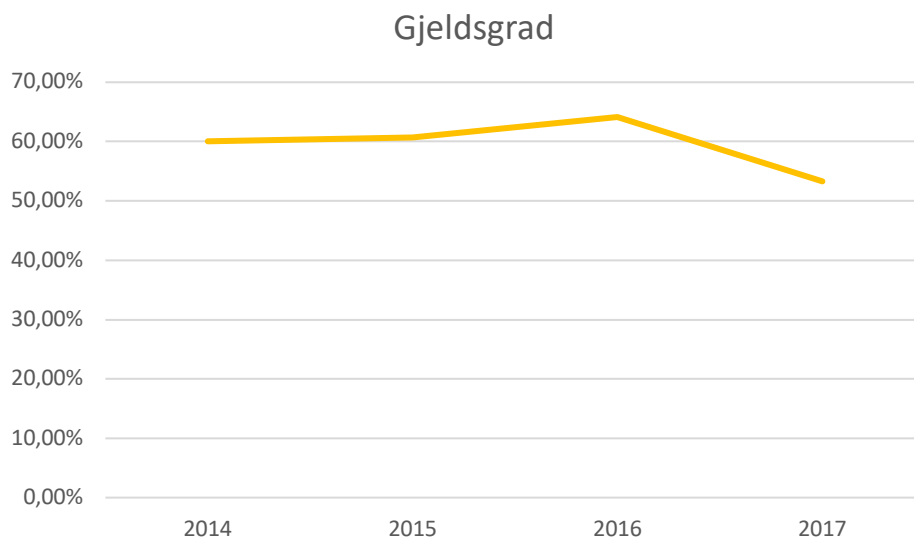
Gjeldsgraden ser på forholdet mellom det som er finansiert av gjeld og det som er finansiert av egne eiere. Jo lavere dette nøkkeltallet er, jo mer solid er bedriften (Kristoffersen, 2016).

Oppgaven her velger å se på gjeldsgraden i prosent. Formelen er:

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

År	2014	2015	2016	2017
Gjeldsgrad	60,08 %	60,72 %	64,14 %	53,30 %

Tabell 10 - Gjeldsgrad



Figur 11 - Gjeldsgrad

Som de andre nøkkeltallene har gjeldsgraden hatt en positiv utvikling i løpet av perioden. Fra 60,08 % i 2014, til 53,30 % i 2017. 2016 med 64,14 % er det året hvor nøkkeltallet er minst bra, noe som er en gjenganger for de fleste nøkkeltallene. Egenkapitalandelen og gjeldsgraden har en negativ korrelasjon. Det vil si at dersom egenkapitalandelen øker, så vil gjeldsgraden synke. Dette kan vi se i figurene ovenfor, hvor egenkapitalandelen øker fra 2016 til 2017, mens gjeldsgraden reduseres. Begge deler er gode nyheter for Orkla. Gjeldsgraden til Orkla må sies å være god.

#### 4.5 Likviditet

Når man ser på likviditeten til et selskap, ser man på en bedrifts evne til å betale for seg. Sagt med andre ser man på et selskaps evne til å gjøre opp for seg innen forfall (Kristoffersen, 2016). Denne oppgaven kommer til å se på likviditetsgrad 1 og 2.

##### 4.5.1 Likviditetsgrad 1 og 2

Begge de to likviditetsgradene tar utgangspunkt i balansen på et gitt tidspunkt. Forskjellen er at likviditetsgrad 1 tar utgangspunkt i alle omløpsmidler, mens likviditetsgrad 2 kun ser på de mest likvide omløpsmidlene. De mest likvide omløpsmidlene vil normalt si alle omløpsmidler sett bort fra varelager. Grunnen til at man har et likviditetsmål uten varelageret er at det ofte

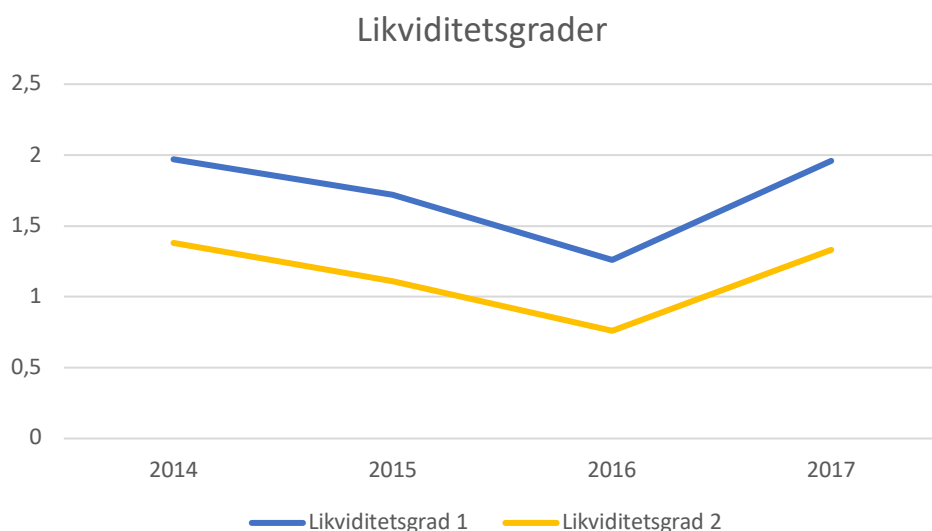
tar lengre tid å gjøre varelageret om til likvide midler, sammenlignet med de andre omløpsmidlene. Formlene for de to likviditetsgradene er:

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

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

År	2014	2015	2016	2017
Likviditetsgrad 1	1,97	1,72	1,26	1,96
Likviditetsgrad 2	1,38	1,11	0,76	1,33

Tabell 11 - Likviditetsgrader



Figur 12 - Likviditetsgrader

Som en tommelfingerregel så burde likviditetsgrad 1 være over 2, og minimum over 1,5, mens likviditetsgrad 2 bør være større enn 1. Som man ser i figuren ovenfor så er likviditetsgrad 2 tilfredsstillt i alle år med unntak av i 2016 hvor den er 0,76. Likviditetsgrad 1 er derimot aldri over det anbefalte på 2, selv om det er nærme i både 2014 og 2017. Å ha likviditetsgrad 1 på 2 kan være et vanskelig mål, og i mange sammenhenger sies 1,5 å være tilfredsstillende. Dette oppfyller Orkla i alle år med unntak av 2016, hvor den er nede på 1,26. Det skal sies at disse nøkkeltallene basert på tall fra balansen på et gitt tidspunkt ikke gir et fullstendig bilde på likviditeten til Orkla. Nøkkeltallene tar eksempelvis ikke hensyn til eventuelle bindingstider og omløpshastighet.

#### 4.6 Oppsummering regnskapsanalyse

Av regnskapsanalysen kan man se at Orkla er et meget solidt selskap. Fra resultatregnskapet kan vi se svært gode tall på bunnlinjen, og de tjener altså godt hvert eneste år. Videre kan man se på nøkkeltallene for lønnsomhet at selskapet er lønnsomt. Avkastningen på både total kapitalen og egenkapitalen må sies å være gode, spesielt i 2017. I tillegg er marginene til selskapet jevnt over bra. Finansieringen til Orkla ser også ut til å være god. Dette gjelder også nøkkeltallene for soliditet, hvor man ser at selskapet er svært godt rustet for å tåle potensielle tap i fremtiden. Likviditeten til selskapet ser også ut til å være bra. Likviditetsgrad 1 er ikke over 2, men må likevel kunne sies å være tilfredsstillende da den er over 1,5.

Det ser ut til å være en positiv trend for de fleste tallene. Når det gjelder soliditet og likviditet ser 2016 ut til å være det minst gode året, mens 2014 ser ut til å være det minst gode året når det gjelder lønnsomhet og finansiering. Fellesnevneren er at 2017 ser ut til å være det beste året for Orkla, hvor de leverer svært gode resultater.

## 5.0 Finansiell analyse

Denne delen av oppgaven vil prøve å komme fram til en estimert markedsverdi på Orkla, og således kunne besvare problemstillingen. For å vurdere og verdsette et selskap finnes det flere ulike metoder. Denne oppgaven kommer til å benytte en diskontert kontantstrømmetode og en markedsbasert verdsettelse. I en diskontert kontantstrømmetode tar man utgangspunkt i de frie kontantstrømmene til selskapet. Ved hjelp av ulike verktøy, som blir forklart nedenfor, kommer man frem til et avkastningskrav. Dette avkastningskravet benytter man for å diskontere de frie kontantstrømmene til dagens verdi. Da har man funnet selskapets verdi basert på denne metoden. I den markedsbaserte verdsettelsen ser man på en rekke multipler. Denne oppgaven vil fokusere på P/E, EV/EBITDA og P/B. Disse vil bli redegjort for lenger ned i oppgaven. Her estimerer man selskapets verdi ved å se på forholdstallene til selskaper i samme bransje, som er sammenlignbare. Man ser på snittet til bransjen og estimerer verdien til Orkla basert på dette. I denne delen vil teorien i all hovedsak bli hentet fra boken *Principles of Corporate Finance* (2017) av Brealey, Myers og Allen, dersom annet ikke blir spesifisert.

### 5.1 Diskontert kontantstrømmetode

Denne oppgaven har valgt å starte med diskontert kontantstrømmetode (DCF) for å verdsette Orkla. Den diskonterte kontantstrømmetoden tar utgangspunkt i de frie kontantstrømmene til selskapet, det som i teorien kunne vært utbetalt til eiere og kreditorer, etter investeringer og skatt. Disse kontantstrømmene blir så neddiskontert til nåverditidspunktet. Kontantstrømmen blir funnet ved å benytte fremtidige innbetalinger og utbetalinger, ut fra en antakelse om utviklinger i fremtidig kontantstrøm, samt fremtidig vekst. Antakelsene er basert på regnskapstallene, men er likevel antakelser og derfor usikre tall, noe som er en av metodens største svakheter.

Kontantstrømmen neddiskonteres med et avkastningskrav for totalkapitalen (WACC) for å finne aksjekursen. En starter med å finne avkastningskravet for egenkapitalen,  $r_{EK}$ , ved bruk av kapitalverdimodellen (CAPM) som benytter seg av risikofri rente, risikopremie og aksjenes betaverdi, for å senere bruke denne i WACC. Videre finner man avkastningen på totalkapitalen,  $r_{TK}$ , ved å benytte avkastningen på egenkapitalen og gjennomsnittlig gjeldsrente. Denne benyttes for å senere neddiskontere kontantstrømmen.



### 5.1.1 Avkastningskrav

Investorer og kreditorer som tilbyr kapital vil alltid ha et avkastningskrav for å selv oppnå lønnsomhet ved investeringen. Avkastningskrav er det eiere og kapitalleverandører krever av avkastning for en tilsvarende investering med lik risiko. Avkastningskravet består av den risikofrie renten som tilbys i markedet pluss en risikopremie for den ekstra risikoen man tar på seg ved den aktuelle investeringen.

For å finne avkastningskravet starter vi med å finne avkastningen for egenkapitalen,  $r_{EK}$ , ved å benytte kapitalverdimodellen (CAPM). Modellen tar for seg forholdet mellom risiko og forventet avkastning. Investorer vil kunne diversifisere bort usystematisk risiko, også kalt bedriftsspesifikk risiko, som kun treffer den aktuelle virksomheten eller bransjen. Systematisert risiko, eller markedsrisiko, er risiko som påvirker hele markedet, og som ikke kan diversifiseres bort av investorene. Dette kan være risiko som miljøkatastrofer, valuta- og rentesvingninger. Risikoen til egenkapitalinvesteringer vil knytte seg til den systematiske risikoen.

### 5.1.2 Kapitalverdimodellen (CAPM)

CAPM brukes for å estimere forventet avkastning i forhold til påtatt risiko.

Egenkapitalkostnaden defineres slik:

$$r_{EK} = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Hvor:

$r_{EK}$  = avkastningskravet til egenkapitalen

$r_f$  = risikofri rente

$\beta$  = selskapets betaverdi

$r_m$  = markedsrisiko

$r_m - r_f$  = markedets risikopremie

#### 5.1.2.1 Risikofri rente ( $r_f$ )

Risikofri rente er den høyeste avkastningen man kan oppnå ved å plassere kapitalen risikofritt. I praksis er det ytterst få investeringer som er fullstendig risikofri, men tradisjonelt er renten på norske statsobligasjoner regnet som risikofri rente, da den norske stat regnes som en sikker betaler, og har liten sannsynlighet for å gå konkurs. Siden vi skal regne på kontantstrømmer

fem år frem i tid, samt terminalverdien, bruker vi renten på 10-årige statsobligasjoner som risikofri rente. Renten på 10-årige statsobligasjoner er per 31.12.2017 på 1,64 % (Norges Bank, 2019b). I tillegg var inflasjonsnivået i 2017 på 1,9 % (*Guide til inflasjon/konsumprisindeksen*, 2019). Dette regnes også med i den risikofrie renten, som til sammen blir 3,54 %.

#### 5.1.2.2 Beta ( $\beta$ )

Beta er et mål på samvariasjonen mellom aksjens bevegelse i forhold til markedet. Markedets beta er lik 1, og om aksjens betaverdi er mellom 0 og 1, vil det si at aksjen vil svinge mindre enn markedet og være mindre risikabel. Om betaverdien er 1, vil den svinge i takt med markedet, og om den er større enn 1 vil den svinge mer enn markedet. Om man har negativ betaverdi, vil det si at om markedet går opp, vil aksjen gå ned, eller omvendt. Betaverdien til et selskap er gitt ved:

$$\beta_i = \frac{\text{Kovarians}(R_i, R_m)}{\text{Varians}(R_m)}$$

Vi finner beta ved å ta kovariansen mellom Orkla og markedet, dividert på variansen til markedet. Vi har valgt å benytte Oslo Børs' marked indeks (OSEBX) som marked da den representerer alle børsnoterte aksjer i Norge. Vi finner betaverdien per 01.01.18, da vi skal finne kontantstrømmene for 2018-2022. Vi finner årlig, 3-årig og 5-årig betaverdi, med daglige kursendringer. Vi benytter den 3-årige betaverdien, som var på 0,6. De forskjellige betaverdiene kan ses i tabellen nedenfor.

	Covarians	Varians	Beta
12 mnd	2,1127E-05	0,000044968	0,47
3 år	6,52871E-05	0,000109576	0,60
5 år	0,000120276	9,29539E-05	1,29

Tabell 12 - Utrekning av beta

#### 5.1.2.3 Markedets risikopremie ( $r_m - r_f$ )

Risikopremien er den ekstra avkastningen investorer krever for å investere i den aktuelle investeringen, kontra å investere i en risikofri investering. Dette betyr, ikke overraskende, at investorer krever en høyere avkastning for å påta seg større risiko. PricewaterhouseCoopers (PwC) har for syvende året på rad gjennomført undersøkelsen "Risikopremien i det norske

markedet”, og kommet frem til at risikopremien i Norge ligger på 5 % i 2017, noe den også gjorde i 2016 (PwC, 2017).

#### 5.1.2.4 Beregning av kapitalverdien (CAPM)

Tallene som er blitt funnet, benyttes nå i CAPM for å finne avkastningskravet på egenkapitalen. Vi ser at avkastningskravet blir 6,54%.

$$\begin{aligned}r_{EK} &= r_f + \beta_i (r_m - r_f) \\ &= 0,0354 + 0,6 * 0,05 \\ &= 0,0654\end{aligned}$$

#### 5.1.3 Avkastningskravet på totalkapitalen (WACC)

Weighted Average Cost of Capital (WACC), eller kapitalkostnaden på norsk, brukes som avkastningskrav for totalkapitalen. WACC tar hensyn til forholdet mellom egenkapitalen og gjelden til selskapet, og benytter avkastningen til egenkapitalen og gjennomsnittlig gjeldsrente.

Formelen for avkastningen på totalkapitalen er som følger:

$$r_{TK} = R_{EK} \left( \frac{EK}{V} \right) + R_G \left( \frac{G}{V} \right) (1 - s)$$

Hvor:

$$\begin{aligned}r_{EK} &= \text{Avkastning på egenkapital} \\ EK/V &= \text{Egenkapitalandel} \\ R_G &= \text{Gjennomsnittlig gjeldsrente} \\ G/V &= \text{Gjeldsandel} \\ V &= \text{Totalkapitalen (EK + G)} \\ s &= \text{skattesats}\end{aligned}$$

Siden Orkla har gjeld i flere land enn i Norge, må rentenivået vektes ut fra størrelsen på lånet i de forskjellige landene. Vektet rentenivå på lånerenten finner vi i årsrapportene til Orkla,

hentet fra 2017 (Orkla, 2018, s. 208). Gjennomsnittlig gjeldsrente for de siste fem årene blir følgelig 2,72 %.

År	2013	2014	2015	2016	2017
Rentenivå %	3,40 %	3,40 %	2,80 %	1,80 %	2,20 %

Tabell 13 - Rentenivå i prosent. Tall hentet fra årsrapport 2017.

Det er oppgitt i årsrapporten for 2017 at egenkapitalandelen er 65,2 %, noe som var en økning fra året før på 4,3 prosentpoeng. Det vil si at gjeldsandelen er 34,8 %. Det er markedsverdien av egenkapitalen som er benyttet.

Avkastningen på totalkapitalen blir:

$$r_{TK} = 0,0654 * 0,652 + 0,0272 * 0,348 * (1 - 0,23)$$

$$r_{TK} = 4,99 \%$$

#### 5.1.4 Estimert kontantstrøm

Før kontantoverskuddet blir presentert i tabell 14 ser man nedenfor formelen for å regne ut nåverdien av de estimerte kontantstrømmene. Videre i tabell 15 kan man se den estimerte frie kontantstrømmen. Her benyttes Gordons formel til å finne terminalleddet, da vi regner med at Orkla vil ha en konstant vekst i kontantstrømmene fra og med 2022. Gordons formel benytter kontantoverskuddet funnet i det siste leddet (2022) multiplisert med vekstfaktoren pluss en, dividert på differansen mellom avkastningskravet og den langsiktige vekstfaktoren, g. Den langsiktige vekstraten er satt til Norges Banks inflasjonsmål på 2,0%. Til slutt i denne delen, i tabell 16, er formelen nedenfor benyttet for å regne ut verdien til selskapet. Verdien blir regnet ut for selskapet som helhet og for hver enkelt aksje.

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

År	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	41 341	43 202	45 059	46 997	48 960
Driftskostnader	-36 537	-38 053	-39 585	-41 257	-43 0076
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>4 804</b>	<b>5 149</b>	<b>5 474</b>	<b>5 740</b>	<b>5 884</b>
Netto finanskost	100	60	30	30	30
<b>Resultat før skattekostnad</b>	<b>4 904</b>	<b>5 209</b>	<b>5 504</b>	<b>5 770</b>	<b>5 914</b>
Skattekostnad	-1 128	-1 146	-1 211	-1 269	-1 319
<b>Driftsresultat etter skatt</b>	<b>3 776</b>	<b>4 063</b>	<b>4 293</b>	<b>4 501</b>	<b>4 613</b>
Avskrivninger	1 250	1 261	1 273	1 284	1 296
Netto investeringer	-2 050	-2 091	-2 133	-2 175	-2 219
Endring i omløpsmidler	-830	-830	-830	-830	-830
<b>Kontantoverskudd</b>	<b>2 146</b>	<b>2 403</b>	<b>2 603</b>	<b>2 779</b>	<b>2 860</b>

Tabell 14 - Estimert kontantstrøm

År	2018	2019	2020	2021	2022
Estimert kontantstrøm	2 146	2 403	2 603	2 779	2 860
Terminalverdi					97 550
Estimert fri kontantstrøm	2 146	2 403	2 603	2 779	100 409

Tabell 15 - Estimert fri kontantstrøm

WACC	4,99%
g	2,00%

Estimert markedsverdi	87 472
+ Likvide midler	4 834
= Bedriftens verdi	92 306
- Gjeld	- 5 179
= Estimert verdi av egenkapital	87 127

Antall aksjer (i millioner)	1 018,75
Estimert kurs	85,52

Tabell 16 - Estimert aksjekurs

Av tabellene ovenfor kan man se at ved å diskontere de estimerte kontantstrømmene med avkastningskravet på 4,99 %, får man en samlet markedsverdi på Orkla på 87 127 millioner Norske kroner. Dette gir en estimert kurs per aksje på 85.52 norske kroner, en verdi som ligger 0.54 norske kroner under børsverdien på 86.06 per 02.02.2018 (Orkla, 2019a).

#### 5.1.5 Kommentarer til kontantstrømmen

Denne delen av oppgaven vil kommentere og forklare eventuelle presiseringer i de ulike punktene i kontantstrømmen ovenfor.

##### 5.1.5.1 Inntekter

Orklas hovedinntekter kommer fra dagligvarehandelen, hvorav 30 % kommer fra Norge (Orkla, 2018, s. 7). I 2017 opplevde dagligvarehandelen en rekordlav vekst i salget på kun 1,1 %, mot en jevnt vekst på mellom 3-4 % fra 2010-2016. Dessuten var veksten i 2017 lavere enn konsumprisindeksen, 1,8 % (Nielsen, 2018). Her er det flere faktorer som spiller inn, men en økning av netthandel-salget av mat, og fokus hos forbrukerne av redusert svinn er noen av dem. Dette er årsaker som mest sannsynlig ikke er forbipasserende, og som også vil påvirke bransjen i fremtiden.

Orkla Foods, som også er selskapets hovedinntektskilde, har i løpet av 2017 kjøpt Agrimex, et Tsjekkisk selskap som produserer frosne grønnsaker, solgt K-salat og i tillegg lagt ned produksjonen av Denja. Her tror vi salgene vil ha størst påvirkning, og følgelig redusere totalinntektene den nærmeste tiden for Orkla Foods. Orkla har satset stort på henholdsvis Orkla Food Ingredients og Orkla Care de siste årene, noe som har bidratt til stor økning av inntektene hos disse avdelingene. Satsingen ser ut til å fortsette også i 2017 med oppkjøpene av henholdsvis Orchard Valley Foods Limited, Arne B. Corneliussen AS, SR Food Ingredients AS og Laan Heiloo BV for Orkla Food Ingredients, samt Riemann Holding AS og HSNG AB for Orkla Care. Dette tror vi vil øke inntektene i samme tempo som tidligere år. Orkla Confectionery & Snacks Norge har mistet distribusjonsavtalen med Mars Norge, fra 01.01.2018. Dette gjelder distribusjon av tyggegummimerket Extra, som vil føre til en reduksjon av inntektene i 2018 (Orkla, 2018, s. 38).

Orklas største konkurransefortrinn er utvilsomt merkeloyaliteten hos forbrukerne. Kjente produkter som for eksempel Grandiosa og Toro er gjengangere hos forbrukerne, og vil bidra til å opprettholde Orklas posisjon i merkevarebransjen, i tillegg til å opprettholde inntektene. Likevel er det trolig at dagligvarebutikkene egne merkevarer vil fortsette veksten, og ta markedsandeler fra Orkla, noe som også vil redusere inntektene.

I sum tror vi alle disse faktorene fortsatt vil føre til en vekst i inntektene de nærmeste årene på likt nivå med veksten i 2017, men at veksten vil avta noe etter hvert som et resultat av redusert inflasjon, og økt konkurranse.

#### *5.1.5.2 Kostnader*

Kostnadene i 2017 hadde en økning på fire prosent, mens kostnadene i 2014-2016 hadde en økning på henholdsvis 12 %, 13 % og 13 %. Reduksjonen av veksten i kostnadene skyldes trolig salget av SAPA i 2017. Før salget har kostnadene vært stabile, noe som gir grunn til å tro at de også vil være det i fremtiden. Likevel er det knyttet stor usikkerhet til råvareprisene som Orkla benytter seg av, slik at kostnadene kan totalt sett variere en del. Vi mener likevel at kostnadene vil fortsette å ligge jevnt med fjoråret, men likevel økes noe utover.

#### *5.1.5.3 Skatt*

Skattesatsen var i 2017 på 24 %. Denne vil i 2018 reduseres til 23 %, og videre til 22 % i 2019, hvor den mest sannsynlig vil holde seg frem til 2022.

#### *5.1.5.4 Finanskostnader*

Siden sum rentebærende gjeld har blitt kraftig redusert i 2017, tror vi finanskostnadene også vil reduseres i de kommende årene, hvor de vil stabilisere seg.

#### *5.1.5.5 Netto investeringer*

Salget av SAPA JV i 2017 ga et stort kontantoverskudd som Orkla selv har uttalt at de vil bruke til oppkjøp og andre investeringer i eksisterende virksomhet. Orkla har i 2017 investert mye i produksjonsstrukturen for å kunne øke produksjonen og forbedringer av virksomhetene rundt om i Norden, Baltikum og andre steder (Orkla, 2018, s. 6 og 108). Ut fra dette antar vi at netto investeringer vil være tilbake på 2016-nivået, men at de vil ha en jevn økning i fremtiden.

#### *5.1.5.6 Avskrivninger*

Avskrivningene vil reduseres noe i 2018, på grunn av salget av SAPA. Dette spranget i reduksjon av avskrivningene antar vi å være et engangstilfelle, da avskrivningene tidligere år har vært noenlunde stabile. Vi antar likevel en liten årlig økning, på grunn av lovnaden om videre oppkjøp og investeringer.

#### 5.1.5.7 Endring i omløpsmidler

Endringen i omløpsmidler tror vi vil fortsette likt som i 2016.

### 5.2 Komparativ analyse/ verdsettelse ved multipler

Komparativ analyse eller verdsettelse ved multipler er den andre hovedtilnærmingen som benyttes for å verdsette selskaper. Her ser man på den relative prisingen av sammenlignbare selskaper. Å vurdere verdien ved hjelp av multipler gjøres med utgangspunkt i tall fra resultatoppstillingen eller fra balansen, multiplisert med en faktor. Dette kan gjøres fordi man kan sammenligne tallene til selskapet, med det som er normalt for den bransjen selskapet tilhører. Ut ifra dette kan man se om selskapet er overpriset eller underpriset i forhold til andre selskap i samme bransje. Hvorvidt multiplene oppgaven kommer fram til er rettvise, vil avhenge av om selskapene har like verdidrivere. Et eksempel på dette er vekstmuligheter (Kaldestad og Møller, 2016).

I og med at denne oppgaven skal vurdere Orklas verdi per januar 2018, så vil denne delen av oppgaven se på multiplene i samme periode.

#### 5.2.1 Sammenlignbare selskaper

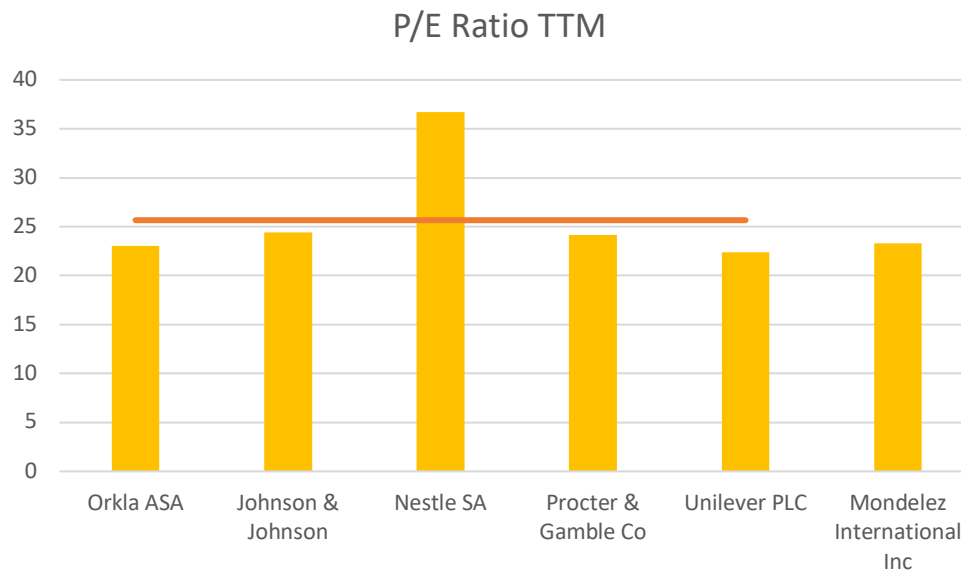
I Norge er det vanskelig å identifisere selskaper som er sammenlignbare. Derfor velger oppgaven å ta utgangspunkt i noen store globale selskaper med lignede forretningsmodell. Oppgaven velger her å sammenligne Orkla med Johnson & Johnson, Unilever, Procter & Gamble, Nestlé, Unilever og Mondelēz International. Alle disse selskapene har lignende forretningsmodeller og dermed muliggjør sammenligning med multipler.

#### 5.2.2 Price/Earnings

Price/Earnings er en av de mest brukte multiplene. Dette fordi det er en multipl som er enkel å regne ut og enkel å forstå. P/E er for et gammelt og stabilt selskap som Orkla et godt estimat på kontantstrømmen til egenkapitalen. Noen ulemper med metoden er at den ikke tar hensyn til forskjeller i kapitalbehov, kapitalstruktur og risiko (Kaldestad og Møller, 2016). Det er i tillegg større sannsynlighet for at tilfeldige inntekter og kostnader påvirker forholdstallet desto lengre ned i resultatregnskapet man går. Formelen for P/E er som følger:

$$\frac{\text{Price}}{\text{Earnings}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapitalen (aksjekursen)}}{\text{Restultat etter skatt (pr. aksje)}}$$





Figur 13 - P/E ratio TTM

Ut ifra tallene i figuren ovenfor, kan man se at det gjennomsnittlige forholdstallet for selskapene er 25.66. Dette er illustrert med den røde streken i figuren. Orkla, J&J, P&G, Unilever og Mondelēz International sin P/E ratio er alle relativt like, og ligger mellom 22.40 og 24.40. Dette kan tyde pā at disse selskapene har en ganske normal pris i forhold til resultatet. Man kan lese av figuren at Nestlė har en P/E ratio pā 36.71. Dette kan enten bety at det var forventet at selskapet skulle ha en hōy vekstgrad fremover, eller at selskapet var overpriset i januar 2018.

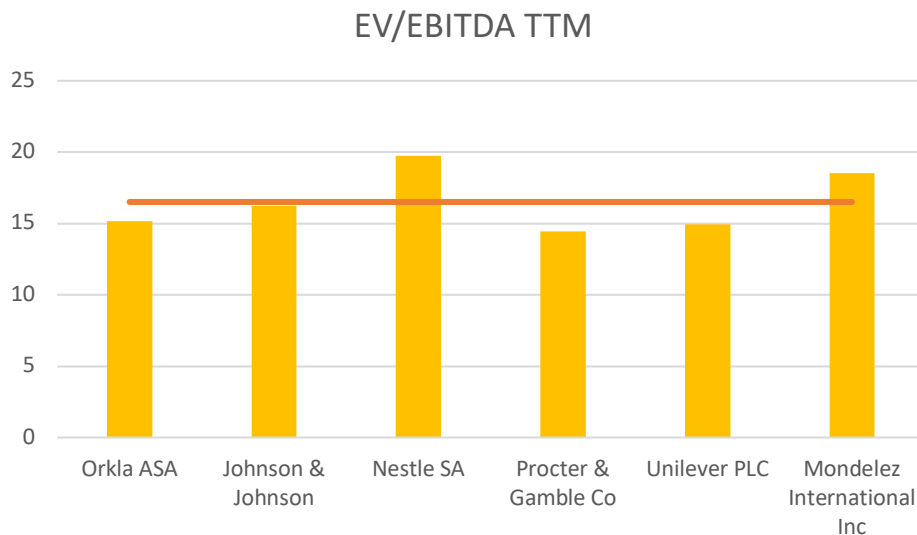
### 5.2.3 EV/EBITDA

I likhet med P/E sā er ogsā EV/EBITDA en mye brukt multipl. Ved denne metoden ser man pā den underliggende driften i selskapet. EV stār for Enterprise Value, som er verdien pā alle aksjene pluss rentebærende gjeld. EBITDA stār for earnings before interest, taxes, depreciation and amortization. Dette betyr driftsinntekter før eventuelle avskrivninger og nedskrivninger er trukket i fra. Formelen er:

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

Det er flere fordeler ved ā bruke denne metoden. Ved ā mālė driftsresultatet før avskrivninger ekskluderes forskjeller som oppstār pā grunn av ulik avskrivningsprofil, goodwill og tilfeldige finansinntekter. Noen utfordringer med denne metoden er at den ignorerer forskjeller i risiko

og behov for fremtidige investeringer. I tillegg kan det oppstå problemer hvis selskapet setter ut produksjonen til underleverandører eller datterselskap, da dette fører til lavere EBITDA. Dette vil fremstå som dyrere enn det egentlig er i forhold til det faktiske resultatet (Kaldestad og Møller, 2016).



Figur 14 - EV/EBITDA TTM

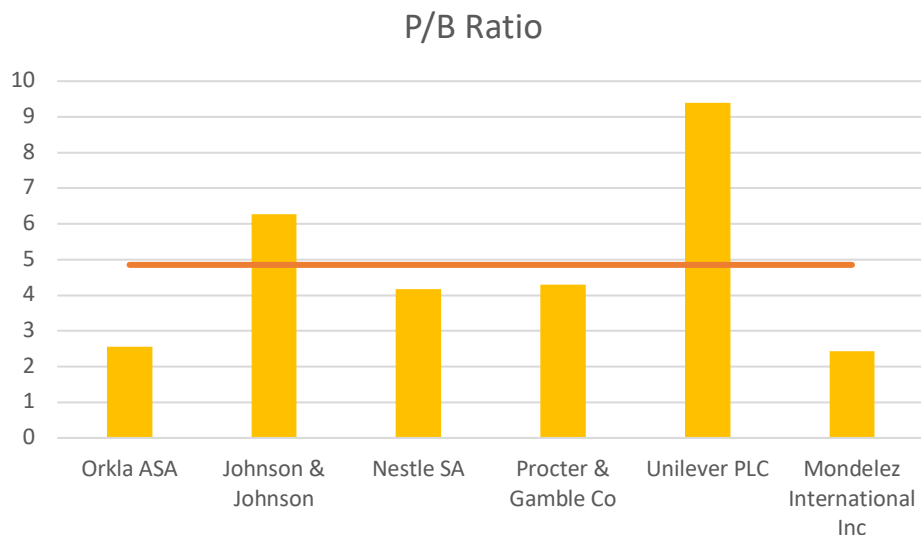
Ut fra tallene i figuren ovenfor, kan man se at selskapene har relativt like forholdstall. Gjennomsnittet ligger på 16.51, illustrert med den røde streken i figuren ovenfor. Med et forholdstall på 15.17, kan man si at Orkla har en relativ god prising i forhold til selskapene i samme bransje.

#### 5.2.4 Price/Book

Price to book ratio er et nøkkeltall som brukes til å se om en aksje er under- eller overpriset, og er en indikasjon på hvor god selskapet er til å skape merverdi. Hvis selskapet har en P/B under én, så vil det si at markedsverdien av egenkapitalen er lavere enn den bokførte verdien. Det vil si at selskapet har en dårlig evne til å skape verdi og i realiteten «ødelegger verdier». Hvis et selskap har en høy P/B, så innebærer det at markedet har høye forventinger til selskapets evne til å skape merverdi. Formelen er:

$$\frac{\text{Price}}{\text{Book}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital (aksjekurs)}}{\text{Bokført verdi av egenkapital (pr. aksje)}}$$

En ulempe med dette nøkkeltallet er at hvis to relativt like selskaper følger forskjellig regnskapspraksis, vil dette kunne ha stor betydning for multiplikatoren. I tillegg er det forskjell på selskaper som har hatt organisk vekst og selskaper som har vokst gjennom fusjoner og oppkjøp (Kaldestad og Møller, 2016). De selskapene med organisk vekst vil ha en egenkapital som er bokført til kostpris, mens et selskap som Orkla, som har vokst mye gjennom fusjoner og oppkjøp, vil ha større del av egenkapitalen bokført til virkelig verdi.



Figur 15 - P/B ratio

Ut fra figuren ovenfor kan man se at det er større variasjon i disse forholdstallene mellom selskapene, enn tidligere i oppgaven. Her ligger Orkla godt under gjennomsnittet for sin bransje. Dette kan eksempelvis skyldes at Orkla er lavt priset i forhold til sin bokførte egenkapital, eller at de andre selskapene er høyt priset i forhold til sin bokførte egenkapital. Dette er dog vanskelig å konkretisere uten å studere selskapene nærmere.

#### 5.2.6 Oppsummering av multipler og estimert markedsverdi

Hittil har oppgaven sett på de forskjellige multiplene, og sammenlignet de med internasjonale selskaper i samme bransje. Dette er oppsummert i tabellen nedenfor. I tillegg er det lagt til en kolonne som oppsummerer bransjesnittet.

	<b>Orkla ASA</b>	<b>J&amp;J</b>	<b>Nestlè SA</b>	<b>P&amp;G</b>	<b>Unilever</b>	<b>Mondelez International</b>	<b>Bransje snitt</b>
<b>P/E</b>	23,02	24,24	36,71	24,17	22,41	23,27	25,663
<b>EV/EBITDA</b>	15,17	16,22	19,73	14,43	14,96	18,53	16,507
<b>P/B</b>	2,55	6,268	4,172	4,296	9,386	2,438	4,852

Tabell 17 - Oppsummering multipler

Basert på bransjesnittet i tabellen ovenfor, er den estimerte markedsværdien til Orkla presentert i tabellen nedenfor. I tillegg er den virkelige markedsværdien til Orkla per 3. januar 2018 lagt med for å forenkle sammenligning.

<b>Markedsverdi til Orkla per 03.01.2018</b>	87 674
Markedsverdi basert på gjennomsnittlig P/E	90 459
Markedsverdi basert på gjennomsnittlig EV/EBITDA	92 736
Markedsverdi basert på gjennomsnittlig P/B	169 034

Tabell 18 - Markedsverdi til Orkla i millioner kroner for de forskjellige multiplene

Det første man kan lese av modellen ovenfor er at den virkelige markedsværdien til Orkla 3. januar 2018 var 87 674 millioner kroner. Videre ser man at markedsværdien til Orkla basert på P/E er 90 459 millioner kroner, noe som må kunne sies å være en god vurdering i forhold til den riktige markedsværdien. Ser vi av tabell 18 ovenfor, så er ikke dette unaturlig da Orkla sin P/E ratio ligger relativt tett opp mot snittet til bransjen. Videre kan man se at Orklas estimerte verdi med bakgrunn på snittet til bransjens EV/EBITDA er 92 736 millioner kroner. Dette er også en relativ god estimering, med samme begrunnelse som ovenfor.

Det siste forholdstallet skaper derimot en kraftig overvurdering av Orkla. Som vi kan se av tabell 18 så ser vi at Orkla har en pris/bok som er vesentlig mindre enn bransjen generelt. Dette forklarer hvorfor markedsværdien til Orkla blir estimert til 169 034 millioner kroner basert på dette forholdstallet. Det kan være ulike årsaker til at Orkla har en lavere pris/bok enn de andre selskapene i bransjen. Dette kan eksempelvis være at de har dårligere utstyr, lavere omløpshastighet på varelageret, eller rett og slett har mye immaterielle eiendeler, for å

nevne noe. I tillegg har Orkla vokst mye gjennom fusjoner og oppkjøp, noe som øker bokverdien.

### 5.3 Sensitivitetsanalyse

I verdsettelsen ovenfor er det benyttet flere parametere for å komme fram til den endelige verdien på Orkla. Hvilke verdier de forskjellige parameterne har, vil ha stor konsekvens for det endelige resultatet av analysen. Formålet med denne sensitivitetsanalysen er å se hvor følsom verddivurderingen er ved å endre enkelte parametere i utregningen. Denne oppgaven kommer til å se nærmere på endringer i avkastningskravet og vekstfaktoren, og dermed kunne se hvor sensitiv verdsettelsen er for disse faktorene ved diskontert kontantstrømmetode.

#### 5.3.1 Avkastningskrav

Som forklart tidligere i oppgaven består avkastningskravet, WACC, av flere ulike parametere. Denne sensitivitetsanalysen kommer til å se på en endring av WACC for seg selv, og ikke for de ulike parameterne som danner avkastningskravet. I prosessen med å beregne et avkastningskrav må man ta en rekke vurderinger og forutsetninger. Dette skaper en usikkerhet, som gjør at det forekommer noe risiko for om avkastningskravet er korrekt eller ikke. I tabellen nedenfor kan man se hvordan en endring på 0,1 % påvirker den estimerte verdien på selskapet. Markedsverdi på selskapet står i millioner kroner.

<b>Avkastningskrav</b>	<b>4,69 %</b>	<b>4,79 %</b>	<b>4,89 %</b>	<b>4,99 %</b>	<b>5,09 %</b>	<b>5,19 %</b>	<b>5,29 %</b>
Markedsverdi selskap	95 655	92 608	89 773	87 127	84 652	82 332	80 154
Markedsverdi per aksje	93,89	90,90	88,12	85,52	83,09	80,82	78,68

Tabell 19 - Endring i avkastningskrav

Som nevnt tidligere i oppgaven er 4,99 % avkastningskravet oppgaven har valgt å benytte i verdsettelsen. Tabellen ovenfor viser den estimerte markedsverdien til Orkla totalt og per aksje, og hvordan disse endres ved endring i avkastningskravet. Øker eksempelvis avkastningskravet med 0,3 %, reduseres aksjekursen med 6.84 eller omlag åtte prosent. På den andre siden så øker aksjekursen med omlag 10 % til 93.89, dersom avkastningskravet reduseres med 0,3 %. Dermed kan man se at små endringer i avkastningskravet kan redusere eller øke aksjekursen med flere prosenter. Verdsettelsen til denne oppgaven er derfor sensitiv rundt vurderinger vedrørende hvilket avkastningskrav som skal benyttes i diskonteringen.

### 5.3.2 Vekstfaktor

Ser man tilbake på tabell 12 ser man at terminalleddet har stor betydning på verdsettingen, da den utgjør en stor del av nåverdien. For å regne ut terminalleddet benyttes Gordons formel hvor vekstfaktoren er en av parameterne. Dermed kan det være interessant å se hvordan en endring i vekstfaktoren fra år 2022 har påvirkning på markedsverdien av selskapet. Denne oppgaven har benyttet to prosent som vekstfaktor. Tabellen nedenfor viser hvordan markedsverdien til Orkla endres ved å endre vekstfaktoren. Markedsverdien til selskapet står også her i millioner kroner.

Vekstfaktor	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %
Markedsverdi selskap	75 850	81 053	87 127	94 308	102 932	113 481	126 680
Markedsverdi per aksje	74,45	79,56	85,52	92,57	101,04	111,39	124,35

Tabell 20 - Endring i vekstfaktor

Tabellen ovenfor viser markedsverdien til Orka med en vekstfaktor på mellom 1,50 % og 3,00 %. Med en gang kan man se at markedsverdien er veldig følsom for denne parameteren. Dette medfører at det er viktig å finne riktig vekstfaktor for å kunne estimere den riktige kursen. Reduseres vekstfaktoren til 1,50 % endres aksjekursen med 11.07 til 74.45. Det medfører en reduksjon av markedsverdien på nesten 13 %. På den andre siden kan man se at dersom vekstfaktoren økes til 3,00 %, vil dette medføre at aksjekursen økes til 124.35, noe som utgjør en økning på omlag 45 %. Det er dermed liten tvil om at verdsettelsen er veldig sensitiv i forhold til hvilken faktor man velger å benytte.

## 6.0 Kritikk

I denne delen vil det bli gjennomført og diskutert en kritikk av oppgaven. Dette vil bli gjennomført for hver enkelt analyse i denne oppgaven. Det vil si for den strategiske analysen, regnskapsanalysen og den finansielle analysen.

### 6.1 Strategisk analyse

Muligens den største svakheten med denne delen av oppgaven er manglende primærdata. Det er ikke blitt innhentet noe primærdata i forarbeidet til denne oppgaven, og det er dermed kun benyttet sekundærdata. På den andre siden er mye av stoffet sekundærdata i form av Orkla sine rapporter eller nettsider. Dette må sies å være gode sekundærdata, som bidrar til å styrke reliabiliteten til den strategiske analysen. Likevel er det greit å være klar over at det stoffet som presenteres fra Orkla er fra deres synspunkt, og ikke kan sies å være en helt objektiv oppfatning av selskapet.

### 6.2 Regnskapsanalyse

Også i denne delen er det kun benyttet sekundærdata. Undertegnede har ikke vært i kontakt med Orkla for å innhente informasjon om regnskapstallene. Årsregnskap er derimot strengt regulert, og er revidert og godkjent av autoriserte revisorer. Man kan derimot anta at resultat- og balanseregnskapet viser et rettvise bilde av selskapet, og dermed er et riktig grunnlag for beregning av forskjellige nøkkeltall. Denne delen av oppgaven må dermed kunne sies å ha høy grad av validitet. Som nevnt innledningsvis i oppgaven har denne oppgaven valgt å se bort fra regnskapstallene fra 2018. For å skape et mer rettvise bilde per i dag, burde disse tallene egentlig vært med. Siden oppgaven spør om verdien til Orkla per begynnelsen av 2018, ser vi derimot ikke på dette som noe nevneverdig problem.

### 6.3 Finansiell analyse

Innledningsvis kan man nevne at den største svakheten med denne delen av oppgaven er at det ikke er gjennomført noe som helst intervju av kilder i Orkla. Siden fremtidige kontantstrømmer er vanskelige å estimere, er alle valg vedrørende innbetalinger og utbetalinger basert på antakelser og forenklinger. Dette svekker reliabiliteten til oppgaven, da det er vanskelig å skape et rettvise bilde på fremtiden til selskapet uten å vite fremtidsplanene. På den andre siden ville dette mest sannsynlig vært klassifisert informasjon, som man uansett ikke hadde fått tilgang til. Likevel hadde det ikke skadet reliabiliteten til

oppgaven å gjennomføre et kvalitativt intervju med noen personer i selskapet for å høre deres syn.

En annen svakhet er fremgangsmåten av beregningen av avkastningskravet. Her igjen er beregningene basert på antakelser og forenklinger. Ved å beregne avkastningen på total kapitalen (WACC) har oppgaven forutsatt en gjennomsnittlig egenkapitalandel og gjeldsandel som er antatt stabile over tid, for å nevne noe. Dermed kan man ikke med sikkerhet si at avkastningskravet er helt korrekt. Som man kan se i sensitivitetsanalysen har en liten endring i avkastningskravet konsekvenser for den estimerte aksjekursen til selskapet.

Videre er fastsettelse av betaverdi en kritisk faktor. Som man kan se tidligere i oppgaven er det benyttet en 3-årig betaverdi på 0,6. I utregningen kan man se at det er spredning på den 3-årige betaverdien, til den 1-årige og 5-årige betaverdien. Dette gir igjen store konsekvenser for avkastningskravet, ut ifra hvilken betaverdi man velger å benytte. Med samme argument som benyttet i avsnittet ovenfor, gir dette store konsekvenser for aksjekursen til selskapet. Dette senker reliabiliteten til oppgaven, siden valget av hvilken betaverdi som benyttes er basert på antakelser.

Den langsiktige vekstraten  $g$  er en faktor som påvirker svaret av analysen i stor grad. Vi har valgt å sette denne til 2,0 %, som er Norges Banks inflasjonsmål. Dette målet ble redusert fra 2,5 % til 2,0 % i mars 2018, noe som er etter datoen hvor vi finner Orklas estimerte markedsverdi. Videre kan man også se at man ikke har klart å holde inflasjonsmålet, da inflasjonen i Norge lå på mellom 2,2 % og 2,6 % i første del av 2018, og fra 3,0 % til 3,5 % fra juli 2018 til februar 2019 (Norges Bank, 2019a).

Terminalleddet i DCF utgjør en veldig stor del av verdsettelsen, og er dermed en potensiell stor svakhet. Terminalleddet bestemmes av kontantstrømmen det siste året, vekstrate og avkastningskravet. Hver enkelt av disse tre faktorene har veldig stor påvirkningskraft på verdsettelsen av Orkla. En kunne se i sensitivitetsanalysen at forholdsvis små endringer av både vekstrate og avkastningskrav fører til en stor endring i verdsettelsen av selskapet. Både kontantstrømmen, vekstraten og avkastningskravet er estimater, og terminalleddet er preget av vel høy usikkerhet. Dette fører til at sannsynligheten for at terminalverdien skulle vært annerledes er stor.



## 7.0 Konklusjon

Som nevnt innledningsvis i oppgaven er problemstillingen hva Orkla er verdt per 1. januar 2018. Oppgaven har forsøkt å vurdere Orkla ut fra flere ulike analyser. Innledningsvis ble Orkla som selskap presentert, både historisk og hvordan det er i dag. Videre er det gjennomført en strategisk analyse, bestående av både interne og eksterne analyser. Disse er VRIO-modellen, PESTEL-modellen og Porters fem konkurransekrefter. De interne og eksterne analysene ble oppsummert i en SWOT-analyse. SWOT-analysen kom fram til at de største styrkene til Orkla er deres sterke merkevare og de ansattes unike kompetanse, som blir utnyttet ved å blant annet ha en desentralisert struktur. Svakheter kan også trekkes frem av kompetansen de ansatte besitter og av strukturen. Dette i form av at nye produkter krever ny unik kompetanse, og at strukturen Orkla innehar lettere kan føre til interessekonflikter. Mulighetene til Orkla ligger hovedsakelig i at dagens samfunn blir stadig mer miljøbevisste, samtidig som befolkningen vokser. Til slutt kom analysen frem til at truslene til Orkla hovedsakelig kommer fra dagligvarekjedenes egne merkevarer, samt utvikling i den Norske kronen og reguleringer fra myndighetene.

I del fire av oppgaven ble det gjennomført en regnskapsanalyse. Denne analysen viste at Orkla har gode nøkkeltall når det gjelder lønnsomhet, finansiering, likviditet og soliditet. Videre i del fem, i hoveddelen av oppgaven, har Orkla blitt verdsatt av oppgavens estimerer. Oppgaven har sett på hvordan Orkla er verdsatt i forhold til lignende utenlandske selskap i samme bransje ved hjelp av multipler. Her kunne man se at Orkla er relativt likt priset som de andre selskapene på de fleste multiplene, med unntak av pris/bok. Orkla ligger godt under snittet til bransjen når det gjelder pris/bok, noe som betyr at Orkla blir kraftig overvurdert basert på disse tallene.

Tyngden av verdsettelsen ligger i diskontert kontantstrømmetode. I denne delen er det kommet fram til avkastningskrav, vekstfaktor og fremtidige estimerte kontantstrømmer. Basert på disse forholdene er det kommet fram til en verdi per aksje på 85.52 Norske kroner. Dermed er besvarelsen av problemstillingen at aksjen til Orkla per 1. januar 2018 er verdt 85.52 Norske kroner, etter denne oppgavens beregninger. Sammenligner man dette med den virkelige verdien på aksjen per begynnelsen av 2018, ser man at denne var 86.06 Norske kroner den 2. januar 2018. Ser man på denne kursen, kan man konkludere med at denne oppgavens verdsetting er like under, men tett på den virkelige markedsprisen på samme

tidspunkt. Den totale markedsverdien til Orkla er ifølge denne oppgaven 87 127 millioner Norske kroner.

## 8.0 Litteraturliste

- The 50 largest FMCG / consumer goods companies in the world* (2018). Tilgjengelig fra: <https://www.consultancy.uk/news/18765/the-50-largest-fmcg-consumer-goods-companies-in-the-world> (Hentet: 13. februar 2019).
- Aksjonærer* (2019). Tilgjengelig fra: <https://www.orkla.no/investor/om-orkla-aksjen/aksjonaerer/> (Hentet: 8. mars 2019).
- Bærekraft* (2019). Tilgjengelig fra: <https://www.orkla.no/baerekraft/> (Hentet: 18. februar 2019).
- Bedriften vår* (2019). Tilgjengelig fra: <https://www.fjordland.no/om-fjordland/bedriften-var> (Hentet: 13. februar 2019).
- Brands* (2019). Tilgjengelig fra: <https://us.pg.com/brands/> (Hentet: 13. februar 2019).
- Brealey, R. A., Myers, S. C. og Allen, F. (2017) *Principles of Corporate Finance*. 12. utg. utg. New York: McGraw-Hill Education.
- Det indre marked* (2005). Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/det-indre-marked/id106351/> (Hentet: 21. februar 2019).
- Egne merkevarer - venn eller fiende?* (2018). Tilgjengelig fra: <https://www.norgesgruppen.no/presse/artiklar/forbruker-i-fokus/emv-egne-merkevarer--venn-eller-fiende/> (Hentet: 13. februar 2019).
- Erichsen, M., Solberg, F. og Stiklestad, T. (2015) *Ledelse i små og mellomstore virksomheter*. Bergen: Fagbokforlaget.
- EY (2014) *Nordic food survey*. Sverige. Tilgjengelig fra: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Nordic\\_food\\_survey\\_2014\\_v2/\\$FILE/RCP-report\\_low.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Nordic_food_survey_2014_v2/$FILE/RCP-report_low.pdf) (Hentet: 20. februar).
- Finansdepartementet (2018) *Ny forskrift for pengepolitikken*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/ny-forskrift-for-pengepolitikken/id2592551/> (Hentet: 20. mars 2019).
- FN (2018) *Parisavtalen*. Tilgjengelig fra: <https://www.fn.no/Om-FN/Avtaler/Miljoe-og-klima/Parisavtalen> (Hentet: 20. februar 2019).
- Guide til inflasjon/konsumprisindeksen* (2019). Tilgjengelig fra: [https://www.smartepenger.no/div/776-inflasjon?fbclid=IwAR1bni8UFk1ZW2BkVkaSYL3qji\\_lkawRYgHFtJJTLC1W7qjL4rx\\_N19k9RM](https://www.smartepenger.no/div/776-inflasjon?fbclid=IwAR1bni8UFk1ZW2BkVkaSYL3qji_lkawRYgHFtJJTLC1W7qjL4rx_N19k9RM) (Hentet: 26. mars 2019).
- Holden, S. (2012) *Pareto 1*. Oslo: Cappelen Damm.

- Importvern* (2019). Tilgjengelig fra: <https://snl.no/importvern> (Hentet: 18. februar 2019).
- Interessentdialog* (2019). Tilgjengelig fra: <https://www.orkla.no/baerekraft/samfunnsansvar-i-orkla/interessentdialog/> (Hentet: 13. februar 2019).
- Jacobsen, D. I. (2015) *Hvordan gjennomføre undersøkelser? : innføring i samfunnsvitenskapelig metode*. 3. utg. utg. Oslo: Cappelen Damm akademisk.
- Kaldestad, Y. og Møller, B. (2016) *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. 2. utg. utg. Bergen: Fagbokforl.
- Kenton, W. (2019) *Fast-Moving Consumer Goods (FMCG)*. Tilgjengelig fra: <https://www.investopedia.com/terms/f/fastmoving-consumer-goods-fmcg.asp> (Hentet: 13. februar 2019).
- Kristoffersen, T. (2016) *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring*. Bergen: Fagbokforlaget.
- List of Countries by Corporate Tax Rate* (2019). Tilgjengelig fra: <https://tradingeconomics.com/country-list/corporate-tax-rate?continent=europe> (Hentet: 13. februar 2019).
- Matvett (2017) *Tall og fakta*. Tilgjengelig fra: <https://www.matvett.no/bransje/tall-og-fakta> (Hentet: 20. februar 2019).
- Nielsen (2018) *Rekordlav vekst i norsk dagligvare i 2017*. Tilgjengelig fra: <https://www.nielsen.com/no/no/insights/news/2018/dagligvarerapporten-2018.html> (Hentet: 1. april 2019).
- Norges 500 største bedrifter* (2017). Tilgjengelig fra: <https://kapital.no/norges-500-storste> (Hentet: 20. februar 2019).
- Norges Bank (2019a) *Indikatorer for prisvekst*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/Indikatorer-for-prisvekst/> (Hentet: 2. april 2019).
- Norges Bank (2019b) *Statsobligasjoner årgjennomsnitt*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> (Hentet: 13. mars 2019).
- NTB (2019) *Ny rekord: Fem kilo frossenpizza per nordmann*. Tilgjengelig fra: <https://www.nettavisen.no/na24/ny-rekord-fem-kilo-frossenpizza-per-nordmann/3423591288.html> (Hentet: 13. februar 2019).
- Ødegård, A. M. (2012) *Den nordiske modellen - en vei ut av utføret?* Tilgjengelig fra: <https://www.nupi.no/Skole/HHD-Artikler/2012/Den-nordiske-modellen-en-vei-ut-av-ufoeret> (Hentet: 13. februar 2019).
- Om oss* (2019). Tilgjengelig fra: <https://www.orkla.no/om-oss/> (Hentet: 30. januar 2019).

- Orkla (2019a). Tilgjengelig fra:  
<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/ORK.OSE/overview> (Hentet: 2. april 2019).
- Orkla (2015) *Orkla Årsrapport 2014*. Oslo. Tilgjengelig fra:  
<http://hugin.info/111/R/1906177/678539.pdf> (Hentet: 27. mars).
- Orkla (2016) *Orkla Årsrapport 2015*. Oslo. Tilgjengelig fra:  
<http://hugin.info/111/R/1996442/735681.pdf> (Hentet: 18. februar).
- Orkla (2017) *Orkla Årsrapport 2016*. Oslo. Tilgjengelig fra:  
<http://hugin.info/111/R/2088262/788260.pdf> (Hentet: 27. mars).
- Orkla (2018) *Orkla Årsrapport 2017*. Oslo. Tilgjengelig fra:  
<http://hugin.info/111/R/2177087/839972.pdf> (Hentet: 22. februar).
- Orkla (2019b) *Orkla 4. kvartal 2018*. Oslo. Tilgjengelig fra:  
<http://hugin.info/111/R/2233547/878659.pdf> (Hentet: 19. februar).
- Orkla Confectionery & Snacks* (2019). Tilgjengelig fra: <https://www.orkla.no/om-oss/orkla-confectionery-snacks/> (Hentet: 6. mars 2019).
- Orkla Food Ingredients* (2019). Tilgjengelig fra: <https://www.orkla.no/om-oss/orkla-food-ingredients/> (Hentet: 7. mars 2019).
- Orkla House Care* (2019). Tilgjengelig fra: <https://www.orkla.no/om-oss/orkla-care/orkla-house-care/> (Hentet: 7. mars 2019).
- Orkla i verden* (2019). Tilgjengelig fra: <https://www.orkla.no/om-oss/orkla-i-verden/> (Hentet: 13. februar 2019).
- Percy, L. og Rosenbaum-Elliot, R. (2016) *Strategic advertising management*. 5. utg. utg. Oxford University Press: New York.
- Pierre Robert Group* (2019). Tilgjengelig fra: <https://www.orkla.no/om-oss/orkla-care/pierre-robert-group/> (Hentet: 7. mars 2019).
- PwC (2017) *Risikopremien i det norske markedet 2017*. Tilgjengelig fra:  
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien-2017.html> (Hentet: 13. mars 2019).
- Roos, G. (2014) *Strategi : en innføring*. 6. utg. utg. Bergen: Fagbokforl.
- Skattesatser 2016* (2016). Tilgjengelig fra: <https://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2016/Artikler/Skattesatser-2016/> (Hentet: 13. februar 2019).
- Statistisk sentralbyrå (2014) *BNP per innbygger, prisjustert, 2011-2013*. Tilgjengelig fra:  
<https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/statistikker/ppp/aar/2014-12-12> (Hentet: 19. februar 2019).

- Statistisk sentralbyrå (2018a) *BNP per innbygger, prisjustert*. Tilgjengelig fra:  
<https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/statistikker/ppp/aar> (Hentet: 19. februar 2019).
- Statistisk sentralbyrå (2018b) *Folketalet veks med 36 000 i år*. Tilgjengelig fra:  
<https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/folketalet-veks-med-36-000-i-ar> (Hentet: 20. februar 2019).
- Stocks* (2019). Tilgjengelig fra: <https://ycharts.com/stocks> (Hentet: 20. mars 2019).
- Viktige hendelser* (2019). Tilgjengelig fra: <https://www.orkla.no/om-oss/historie/viktige-hendelser/> (Hentet: 7. mars 2019).
- Virke (2017) *Dagligvarehandelen 2017*. Oslo. Tilgjengelig fra:  
<https://www.virke.no/tjenester/rapporter-analyse/rapporter/dagligvarehandelen-2017/>  
(Hentet: 20. februar).
- Worldwide Governance Indicators* (2017). Tilgjengelig fra:  
<http://info.worldbank.org/governance/wgi/#home> (Hentet: 13. februar 2019).