

Amalie Øglend Bø  
Anne Norum  
Victoria Biering

## Verdsettelse av Orkla ASA

## Valuation of Orkla ASA

Semesteroppgave i Økonomi og administrasjon

Veileder: Denis Becker

April 2020

Amalie Øglend Bø  
Anne Norum  
Victoria Biering

## **Verdsettelse av Orkla ASA**

## **Valuation of Orkla ASA**

Semesteroppgave i Økonomi og administrasjon  
Veileder: Denis Becker  
April 2020

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet  
Fakultet for økonomi  
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

# Forord

Denne oppgaven er skrevet som en avsluttende oppgave av vår Bachelorgrad i Økonomi og Administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen. Omfanget av oppgaven er 7,5 studiepoeng, og gir karakter bestått / ikke bestått, innenfor vår hovedprofil, Finansiell styring. Oppgaven baserer seg på kunnskap vi har opparbeidet oss i løpet av denne graden.

Arbeidet med oppgaven har gitt oss muligheten til å benytte det vi har lært gjennom de siste tre årene i praksis. Det har vært en krevende prosess, men også svært lærerikt. De erfaringer og kunnskaper vi har opparbeidet vil vi ta med oss videre.

Vi ønsker å takke vår veileder, Denis Becker, for god hjelp og konstruktiv kritikk underveis i prosessen.

NTNU Handelshøyskolen Trondheim, april 2020

---

Anne Norum

---

Amalie Øglend Bø

---

Victoria Biering

## Sammendrag

Bakgrunnen for denne oppgaven er å finne verdien til Orkla ASA per 31.12.18. Oppgaven er skrevet som semesteroppgave til bachelorgraden i Økonomi og Administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen. For å besvare problemstillingen i oppgaven benytter vi oss av tre former for analyser; strategisk analyse, regnskapsanalyse og finansiell analyse.

Innledningsvis ser oppgaven på motivasjon og avgrensning av problemstilling. Videre, i del to, presenteres en introduksjon av selskapet med fokus på deres historie, mål og verdier. Deretter går oppgaven inn på de fem divisjonene Orkla består av.

I den tredje delen av oppgaven er det gjennomført en strategisk analyse. I analysen fokuseres det på interne og eksterne forhold ved selskapet, og dette presenteres gjennom VRIO-modellen, Porters femkraftsmodell og PESTEL-modellen. Modellene oppsummeres til slutt i en SWOT-analyse. Videre, i oppgavens fjerde del, er det gjennomført en regnskapsanalyse, hvor nøkkeltall er beregnet for å vise et bilde av Orkla sin situasjon med tanke på lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet.

I den finansielle analysen, oppgavens femte del, fremkommer selve verdsettelsen. For å besvare problemstillingen fokuserer den femte delen av oppgaven på å finne Orklas aksjekurs per 31.12.2018. Analysen fokuserer på å finne avkastningskrav og en prognose av fremtidige kontantstrømmer som benyttes ved utregning av den estimerte aksjekursen. Mot slutten av oppgaven konkluderes det med at problemstillingen er besvart og at aksjekursen til Orkla per 31.12.18 er 67,96 NOK. Dette tilsvarer en totalverdi på Orkla ASA lik 69,2 milliarder NOK.

## Abstract

The purpose of this paper is to find the value of Orkla 31.12.18. This paper is written as a term paper in relation to our bachelor degree in Economics and Business Administration at NTNU Handelshøyskolen. We utilized three different types of analyses in order to answer our research question; a strategic analysis, an accounting analysis and a financial analysis.

The first part of this paper will mention the motivation and limitations of this paper. Next, in part two, an introduction Orkla is presented, focusing on their history, goals and values. Furthermore, the paper will present the five divisions of Orkla.

The third part of this paper presents a strategic analysis. This analysis is focused on internal and external circumstances, and is presented through the VRIO-model, Porter's five forces and through a PESTEL-analysis. At the end of this part, the findings of the analysis is summarized in using a SWOT-analysis. The fourth part of this paper consists of an accounting analysis. Here we have found various key figures to illustrates the company's profitability, financial structure, solidity and liquidity.

In the fifth part of this paper, the financial analysis, we have completed the actual valuation of the company. To answer our research question, this part is focused on finding the stock price of Orkla the 31.12.2018. In order to estimate the stock price, finding the required rate of return and a forecast of future cash flows is essential. At the end of the paper, we found that the stock price of Orkla was 67,96 NOK on 31.12.18. At the same time, the value of Orkla ASA was 69,2 billion NOK.

# Innholdsfortegnelse

<b>Forord</b> .....	<b>1</b>
<b>Sammendrag</b> .....	<b>2</b>
<b>Abstract</b> .....	<b>3</b>
<b>Innholdsfortegnelse</b> .....	<b>4</b>
<b>Figurliste</b> .....	<b>6</b>
<b>Tabelliste</b> .....	<b>6</b>
<b>1 Innledning</b> .....	<b>7</b>
<b>1.1 Motivasjon</b> .....	<b>7</b>
<b>1.2 Problemstilling</b> .....	<b>7</b>
<b>1.3 Avgrensning</b> .....	<b>7</b>
<b>1.4 Oppbygning</b> .....	<b>8</b>
<b>2 Bedrift- og bransjebeskrivelse</b> .....	<b>9</b>
<b>2.1 Introduksjon av Orkla</b> .....	<b>9</b>
<b>2.2 Visjon, strategi og mål</b> .....	<b>10</b>
<b>2.3 Ledelse</b> .....	<b>10</b>
<b>2.4 Aksje og eiere</b> .....	<b>11</b>
<b>2.5 Orklas virksomhet</b> .....	<b>11</b>
2.5.1 Orklas merkevarevirksomhet.....	11
2.5.2 Orkla Investments.....	13
2.5.3 Orklas samlede virksomheter.....	13
<b>3 Strategisk Analyse</b> .....	<b>14</b>
<b>3.1 Intern Analyse - VRIO</b> .....	<b>14</b>
3.1.1 Merkevarer.....	14
3.1.2 Konsernet Orkla.....	15
3.1.3 Lokal kunde- og forbrukerinnsett .....	16
3.1.4 Oppsummering av den interne analysen .....	18
<b>3.2 Ekstern analyse</b> .....	<b>18</b>
3.2.1 Porters femkraftsmodell.....	18
3.2.2 PESTEL.....	22
<b>3.3 SWOT analyse</b> .....	<b>27</b>
3.3.1 Styrker .....	27
3.3.2 Svakheter .....	27
3.3.3 Muligheter .....	27
3.3.4 Trusler .....	28
<b>4 Regnskapsanalyse</b> .....	<b>29</b>
<b>4.1 Resultatregnskap</b> .....	<b>29</b>

<b>4.2 Lønnsomhet</b> .....	<b>30</b>
4.2.1 Totalkapitalrentabilitet.....	30
4.2.2 Egenkapitalrentabilitet.....	32
4.2.3 Resultatmargin.....	33
<b>4.3 Finansiering</b> .....	<b>34</b>
4.3.1 Arbeidskapital.....	34
4.3.2 Finansieringsgrad 1.....	35
<b>4.4 Soliditet</b> .....	<b>36</b>
4.4.1 Egenkapitalandel.....	36
4.4.2 Gjeldsgrad.....	37
<b>4.5 Likviditet</b> .....	<b>38</b>
<b>4.6 Oppsummering</b> .....	<b>39</b>
<b>5 Finansiell Analyse</b> .....	<b>41</b>
<b>5.1 Fundamental verdsettelse</b> .....	<b>41</b>
5.1.1 Avkastningskrav.....	41
5.1.2 Estimert kontantstrøm.....	44
5.1.3 Estimert verdi.....	46
<b>5.2 Markedsbasert verdsettelse</b> .....	<b>47</b>
5.2.1 Sammenlignbare selskaper.....	47
5.2.2 Price to earnings (P/E).....	47
5.2.3 EV / EBITDA.....	49
5.2.4 Price to Book value (P/B).....	50
5.2.5 Oppsummering av analyse og verdiestimering.....	51
<b>5.3 Sensitivitetsanalyse</b> .....	<b>52</b>
5.3.1 Avkastningskrav.....	53
5.3.2 Vekstfaktor.....	53
<b>6 Kritikk</b> .....	<b>55</b>
<b>6.1 Strategisk analyse</b> .....	<b>55</b>
<b>6.2 Regnskapsanalyse</b> .....	<b>55</b>
<b>6.3 Finansiell analyse</b> .....	<b>56</b>
6.3.1 Fundamental verdsettelse.....	56
6.3.2 Markedsbasert verdsettelse.....	56
<b>7 Konklusjon</b> .....	<b>58</b>
<b>8 Litteraturliste</b> .....	<b>59</b>

## Figurliste

Figur 1: Geografisk inndeling av salgsinntekter .....	9
Figur 2: Driftsinntekter pr. forretningsområde .....	11
Figur 3: Totalkapitalrentabilitet .....	31
Figur 4: Egenkapitalrentabilitet før skatt .....	32
Figur 5: Resultatmargin .....	33
Figur 6: Arbeidskapital .....	35
Figur 7: Finansieringsgrad 1 .....	36
Figur 8: Egenkapitalandel .....	37
Figur 9: Gjeldsgrad .....	38
Figur 10: Likviditetsgrad 1 & Likviditetsgrad 2 .....	39
Figur 11: Price to Earnings (P/E) .....	48
Figur 12: EV / EBITDA .....	49
Figur 13: Price to Book Value (P/B) .....	51

## Tabelliste

Tabell 1: Oppsummering av den interne analysen .....	18
Tabell 2: Resultatregnskap (i millioner kroner) .....	29
Tabell 3: Totalkapitalrentabilitet .....	31
Tabell 4: Egenkapitalrentabilitet før skatt .....	32
Tabell 5: Resultatmargin .....	33
Tabell 6: Arbeidskapital .....	34
Tabell 7: Finansieringsgrad 1 .....	35
Tabell 8: Egenkapitalandel .....	36
Tabell 9: Gjeldsgrad .....	37
Tabell 10: Likviditetsgrad 1 & Likviditetsgrad 2 .....	39
Tabell 11: Finansieringsandeler og rentenivå .....	43
Tabell 12: Estimert verdi av Orkla per 31.12.2018 (i millioner, ekskludert siste deltabell) ...	46
Tabell 13: Multiplikatorer og bransjesnitt .....	51
Tabell 14: Beregning av markedsverdi .....	52
Tabell 15: Sensitivitetsanalyse avkastningskrav .....	53
Tabell 16: Sensitivitetsanalyse vekstfaktor .....	53



# 1 Innledning

## 1.1 Motivasjon

Denne oppgaven er skrevet som en avsluttende semesteroppgave innenfor finansiell styring, som er fordypningsemnet vi har valgt ved vår bachelor i Økonomi og Administrasjon.

Oppgaven tar for seg selskapet Orkla ASA. Orkla er et selskap som står i en unik posisjon i norsk dagligvarehandel, men er også godt etablert i Europa og andre deler av verden. Dette gjør at Orkla er interessant for oss. I dag strømmes kunnskap, varer, og tjenester på tvers av landegrensene. Orkla startet som et norsk gruveselskap og er i dag kjent over hele verden som et merkevareselskap. Det skal bli interessant å bli bedre kjent med Orkla, dets historie gjennom en strategisk analyse, en regnskapsanalyse og en finansiell analyse. Undertegnede vil da få god bruk for den kunnskapen og de ferdigheter som er opparbeidet gjennom tre år på NTNU Handelshøyskolen.

## 1.2 Problemstilling

I oppgaven skal vi forsøke å komme frem til en markedsverdi på Orkla, som et børsnotert selskap. Problemstillingen som oppgaven skal forsøke å besvare blir da:

*Hva er verdien av Orkla ASA per 31.12.2018?*

## 1.3 Avgrensning

Denne oppgaven forsøker å finne verdien av Orkla ved utgangen av 2018, da årsrapporten for 2019 ikke er blitt publisert enda. I analysene, er det brukt historiske regnskapstall fra året 2015 og fremover. Ved selve verdsettelsen av Orkla har vi estimert fremtidige kontantstrømmer for årene 2019 og frem til 2023, for deretter å benytte en vekstrate for fremtidig kontantstrømmer etter 2023.

Orkla er et selskap som driver virksomhet i flere land, men for å avgrense oppgaven ligger vårt hovedfokus på merkevarevirksomheten i Norge. Dette er gjort fordi størsteparten av Orklas inntekter kommer fra Norge og Norden.

Mye av kildegrunnet vi benytter oss av er hentet fra Orkla sine publiserte rapporter, i tillegg til andre sekundærkilder. Vår oppgave baserer seg altså på sekundærdata og tar utgangspunkt i informasjonen som ligger på konsernets hjemmeside.

## 1.4 Oppbygning

Oppgaven begynner med en introduksjon av Orkla, med Orklas historie, deres virksomhet i dag, samt bransjen selskapet opererer i. Videre gjennomføres det en strategisk analyse av interne og eksterne omgivelser. Analysene som presenteres er VRIO-modellen, Porters femkraftsmodell og PESTEL-modellen. Analysen oppsummeres i en SWOT-analyse som ser på styrker, svakheter, muligheter og trusler for Orklas virksomhet. I den neste delen gjennomføres det en regnskapsanalyse som beregner ulike nøkkeltall knyttet til vurderingen av Orklas lønnsomhet, form for finansiering, soliditet og likviditet. Deretter, i oppgavens femte del, gjennomføres det tre former for finansielle analyser for å estimere Orklas verdi. Den første delen av analysen benytter diskontert kontantstrømsmetode, mens den andre delen av analysen er en markedsbasert analyse. Den finansielle analysen avsluttes med en sensitivitetsanalyse. Avslutningsvis vil vi presentere kritikk ved oppgaven, etterfulgt av en konklusjon.

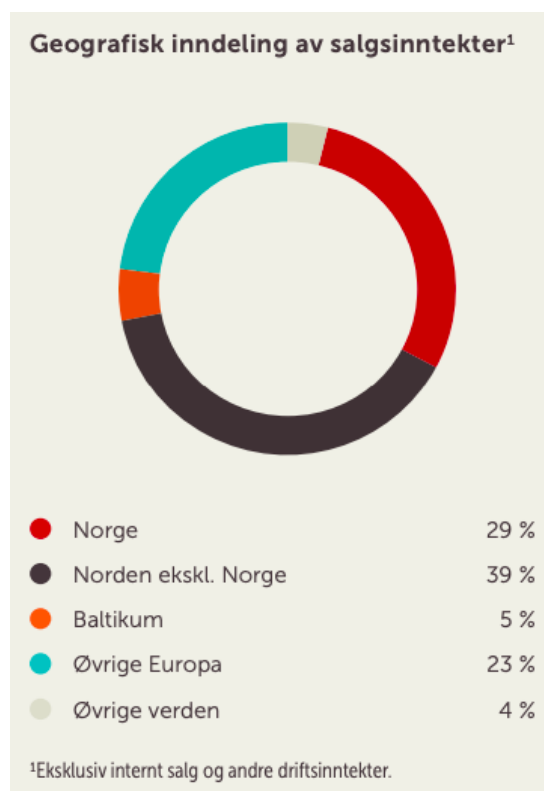
## 2 Bedrift- og bransjebeskrivelse

### 2.1 Introduksjon av Orkla

Orkla startet opp i 1654 som et gruveselskap på Løkken Verk. Selskapet var størst i Norge på gruvedrift etter første verdenskrig (Store Norske Leksikon, 2019). I 1929 ble selskapet børsnotert, men i senere år begynte malmreservene å ta slutt og markedsbetingelsene ble vanskeligere. Utsiktene for fortsettelse av gruvedriften så dårlige ut, og derfor ble det besluttet at gruvedriften skulle nedlegges i 1987. I tiden før nedleggelsen gikk Orkla inn i en overgangsfase for å dempe det økonomiske tapet og for å kunne fortsette som selskap. 1987 blir sett på som et skille mellom det gamle og det nye Orkla (Bergh, T., Espeli, H., & Sogner, K. (2004)). Året før nedleggelsen, fusjonerte Orkla med Borregaard og ble til Orkla Borregaard som markerte begynnelsen av deres satsing på merkevarer, kjemi og finansielle investeringer. I 1992 fusjonerte selskapet med Nora Industrier (Orkla, 2020), og dette dannet basisen for deres nordiske merkevareratsing.

I dag er Orklas hovedsatsing på merkevarer. Videre driver også selskapet med energi, eiendom og finansielle investeringer. Hovedvirksomheten er i Norden, Baltikum, og deler Sentral-Europa (Orkla, 2020). Fra årsrapporten 2018, ser vi at 29 % av salgsinntektene kom fra Norge, 39 % fra Norden (ekskl. Norge), 5 % fra Baltikum og de resterende 27 % fra andre steder i Europa og Verden. (Orkla, 2019, side 7).

Konsernet har fem divisjoner; Orkla Foods, Orkla Confectionery & Snacks, Orkla Care, Orkla Food Ingredients og Orkla Investment.



Figur 1: Geografisk inndeling av salgsinntekter (Orkla, 2019, side 7)

## 2.2 Visjon, strategi og mål

Orklas forretningsstrategi, visjon, kjerneverdier, strategiske pilarer og mål utgjør til sammen “Orkla-kompasset”, som ifølge selskapet skal sette en tydelig felles retning for hele konsernet (Orkla, 2019, s. 44). Orklas visjon, som er å være “din venn hver dag”, underbygges av deres kjerneverdier “inspirerende”, “modig” og “til å stole på”. Videre blir forretningsideen dere presentert som “vi gjør hver dag bedre med lokale, bærekraftige merkevarer som sprer glede”. Gjennom kombinasjonen av dette, ønsker Orkla å være bedre, og skape større verdier enn konkurrentene. For å oppnå dette jobber de målbevisst innenfor de fem strategiske pilarene. Disse pilarene består av forbrukere, kunder, medarbeidere, verdikjede og samfunn, og viser til hvilke hovedområder Orkla fokuserer på.

Orkla ønsker å ekspandere og skape nye konkurransefortrinn, og deres førsteprioritet nå er langsiktig verdiskaping (Orkla, 2019, s. 8). Som nevnt, ønsker Orkla å styrke sin posisjon som ledende leverandør av både merkevarer og tjenester i Norden, Baltikum og andre utvalgte markeder. Dette gjør de blant annet ved å gjennomføre strategiske oppkjøp, slik som kjøpet av pizzakjeden Kotipizza (Orkla, 2019, s. 5). De nevner også at de ønsker å utnytte seg av stordriftsfordeler i større grad, samt konsentrere produksjonen til færre, men større produksjonsenheter. Dette er aktiviteter som skal være med på å styrke konsernets langsiktige konkurransekraft, samt bidra til vekst og lønnsomhet, i tillegg til å ivareta deres sterke lokale tilstedeværelse.

## 2.3 Ledelse

I Orklas årsrapport for 2018 fremkommer det at selskapet har prinsipper som skal sørge for god eierstyring og selskapsledelse, noe som vil gi grunnlag for en langsiktig verdiskaping til det beste for aksjonærer, ansatte og samfunnet øvrig (Orkla, 2019, s. 43). Sentralt for Orklas ledelse er åpenhet, transparens, ansvarlighet og likebehandling, slik at de kan sørge for en sunn forretningsmessig bedriftskultur (Orkla, 2019, s. 43).

Det er til sammen 11 personer i Orklas konsernledelse, hvorav ni er menn og to er kvinner. Per 31. desember 2018, datoen for vår verdsettelse av konsernet, var Peter A. Ruzicka konsernsjef i Orkla. Siden den gang har Orkla byttet konsernsjef to ganger. Per 5. februar 2020 er Jan Ivar Semlitsch, tidligere leder for Elkjøp Nordic, øverste leder i konsernet og har vært dette siden august 2019 (Orkla, u.å.).

## 2.4 Aksje og eiere

Ved utgangen av 2018 hadde Orkla ASA 1 018 930 970 utstedte aksjer fordelt på over 38 000 aksjonærer. Alle aksjer er av samme aksjeklasse, hvor hver aksje gir én stemme. Aksjene har like rettigheter og er fritt omsettelige (Orkla, 2019, s. 46). Pålydende verdi var på 1,25 kr per aksje den 31. desember 2018 (Orkla, 2019, s. 45). Gjennomsnittlig er 1,8 millioner av deres aksjer omsatt på Oslo Børs per dag, noe som utgjør rundt 0,18% av det totale antallet aksjer utstedt. Den største eieren er Canica, eid av Stein Erik Hagen (styreleder i Orkla), som innehar 24,55% av de totale aksjene i selskapet (250 100 000 aksjer). Selv eier Orkla 19 410 259 av sine egne aksjer. I årsrapporten for 2018 står det at Orkla vil gi ut et utbytte på 2,60 kroner per aksje, samme som året før, og de har som mål å øke utbyttet i årene fremover (Orkla, 2019, s. 216).

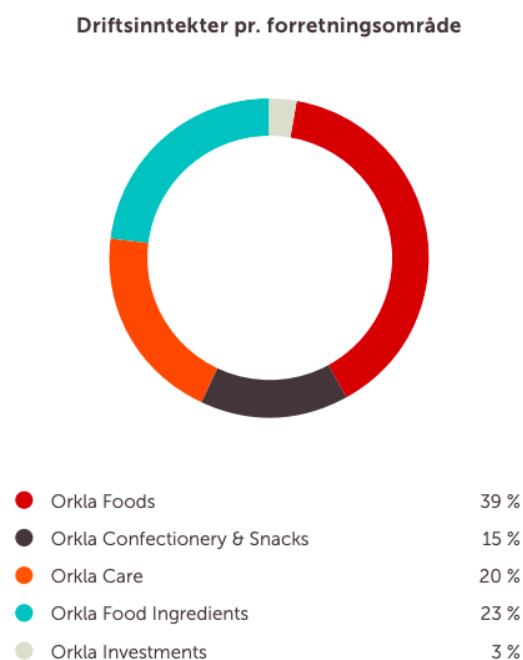
## 2.5 Orklas virksomhet

### 2.5.1 Orklas merkevarevirksomhet

Orkla ASA er på det norske markedet mest kjent som en merkevareleverandør. Det er gjennom denne virksomheten de mottar den største andelen av sine inntekter. Orkla som merkevareleverandør består av fire divisjoner;

Orkla Foods, Orkla Confectionery & Snacks, Orkla Care og Orkla Food Ingredients. Disse fire divisjonene står for 97% av Orklas driftsinntekter (Orkla, 2019, side 22.)

Orkla Foods er den største divisjonen målt i driftsinntekter og i antall ansatte. De leverer kjente merkevarer til kunder globalt, men Norden står for 68% av salgsinntektene til Orkla Foods. Resten av Europa utgjør også en relativt stor del av salgsinntektene. De kjente norske favorittene - Grandiosa, Stabburet og Toro - er blant merkevarene som Orkla Foods kontrollerer.



Figur 2: Driftsinntekter pr. forretningsområde (Orkla, 2019, side 22)

Orkla Foods ble i 2018 omorganisert internt til Orkla Foods Nordic and Baltics og Orkla Foods International, (Orkla, 2019, side 127.) Dette kan være et tiltak for å fremme fokuset på lokal innsikt som er en viktig del av Orklas mål og strategier. Videre var 2018 et år for omstrukturering og oppkjøp. Dette ble gjort for å styrke posisjonen og utnytte stordriftsfordeler på en bedre måte i Europa. Det innebar blant annet oppstart av merkevarevirksomhet i Tsjekkia og Slovakia, Orkla Foods Cesko a Slovensko og kjøp av 90% av aksjene i Easyfood A/S (Orkla, 2019, side 24.)

Orkla Confectionery & Snack er den minste av divisjonene og står for 15% av driftsinntektene til Orkla. Denne divisjonen er markedsleder innenfor kategorien godteri, kjeks og snacks (Orkla, 2019, side 13). 77% av inntektene fra Orkla Confectionery & Snack kommer fra de nordiske markedene, mens resten er primært inntekter fra Baltikum og andre deler av Europa. Kjente merkevarer er KiMs, Nidar og Panda. Panda var en nylansering i 2018 i Norden og ble i 2019 lansert i Sverige. Orkla mener selv at dette er et eksempel på hvordan stordrift på tvers av land gir bedre tilbud til alle landene Orkla er involvert i (Orkla, 2019, side 14).

Orkla Care er den tredje største divisjonen og står for 20% av Orklas samlede driftsinntekter. De største forretningsenhetene er Orkla Home & Personal Care og Orkla Health. Orkla Home & Personal Care er i en ledende posisjon innenfor vaskemidler og personlig pleie, mens Orkla Health har en ledende posisjon innenfor kosttilskudd, sportsernæring og vektkontroll (Orkla, 2019, side 137). Orkla Care har også ledende markedsposisjoner innenfor andre næringer gjennom de resterende forretningsenhetene; Orkla House Care, Orkla Wound Care, Pierre Robert Group og Lilleborg.

Orkla Food Ingredients er den største divisjonen etter Orkla Foods. Orkla Food Ingredients står for 23% av Orklas samlede driftsinntekter, og 54% av salgsinntektene innad i divisjonen stammer fra Norden (Orkla, 2019, side 17). I forhold til de andre divisjonene er Orkla Food Ingredients liten i Baltikum med kun 4% av salgsinntektene. Til gjengjeld er denne divisjonen stor i resten av Europa, som står for 42% av salgsinntektene. Produktgruppene som er i størst for denne divisjonen er blant annet margarin, gjær, bakemikser og iskremingredienser.

### *2.5.2 Orkla Investments*

Orkla Investment er en forretningsenhet utenom merkevarevirksomheten. Dette forretningsområdet omfatter, blant annet, det tilknyttede og felleskontrollerte selskapet Jotun, hvor Orkla eier 42,6% (Orkla, 2019, side 18). Jotun er en virksomhet som driver med utvikling, markedsføring og produksjon av malingsystemer. Jotun er stort i Asia, Afrika og Skandinavia. Videre eier Orkla deler av Hydro Power som driver energivirksomhet. Et annet forretningsområde innenfor Orkla Investments er Orkla Financial Investment, som i all hovedsak er sammensatt av Orkla Venture og Orkla Eiendom. Orkla Venture består av gründervirksomheter og oppstartsselskaper som driver med innovasjon utenfor de etablerte selskapene. Orkla Eiendom var 31.12.2018 bokført med en verdi på 1,9 milliarder kroner. Virksomheten driver med utvikling av eiendommer som frigjøres ved restrukturering og for videre utvikling av konsernets nye hovedkontor.

### *2.5.3 Orklas samlede virksomheter*

Orkla har spredd sin virksomhet ut i ulike bransjer og markeder. Som en merkevarevirksomhet er en slik form for diversifisering normalt, men Orkla er i en unik posisjon hvor de i mange av sine forretningsområder er markedsledere, og driver virksomhet i store deler av Europa. Dette gjør at Orkla kan tilegne seg kunnskaper om trender og behov raskt, samt at de har muligheten til å skalere virksomhetene, noe som i Årsrapporten 2018 kommer tydelig frem er et mål for Orkla. De ulike divisjonene og divisjonene i de ulike landene kan samarbeide. Dette ser vi et eksempel på ved beslutningen om å samle produksjonen av kjeks i konsernet til en fabrikk utenfor Riga (Orkla, 2019, side 24-25.). Også forretningsenheten Orkla Investments, som ligger utenfor merkevarevirksomheten, kan bidra til Orkla som konsern. Blant annet satser Orkla Venture på startups og innovative virksomheter som kan være med på å dra Orkla i en innovativ og nytenkende retning.

## 3 Strategisk Analyse

En strategisk analyse bli benyttet for å vurdere de interne og eksterne forholdene som påvirker selskapet. Dette utføres for å redegjøre for betingelsene innad i selskapet, samtidig som de belyser muligheter og trusler. Denne analysen vil bestå av flere delanalyser; VRIO, Porters femkraftsmodell og PESTEL. Dersom ikke annet er opplyst er teorien hentet fra *Strategiboken* (2016) og *Ledelse i Små og Mellomstore Virksomheter* (2018).

### 3.1 Intern Analyse - VRIO

Vi benytter oss av VRIO-modellen for å analysere de interne ressursene til Orkla slik at vi kan kartlegge hvilke ressurser selskapet har som kan bidra til et varig konkurransefortrinn. VRIO (Valuable, Rarity, Imitability, Organization) er et rammeverk brukt for å kunne se styrken til de interne ressursene i et selskap. Rammeverket ble skapt av Jay B. Barney i 1991 og tar til sikte på at for at en ressurs skal kunne danne et varig konkurransefortrinn må den være verdifull, sjelden, kostbar å kopiere og bedriften må være organisert på en måte slik at man kan utnytte ressursens fulle potensial. Denne analysen vil gå igjennom tre av de interne ressursene som vi mener er de viktigste for selskapet i henhold til VRIO-modellen.

#### 3.1.1 Merkevarer

Som kjent er Orklas hovedsatsing på merkevarer, med særlig fokus på merkevarer som selges i dagligvarehandelen. En merkevare er et navn, symbol eller design som er kjent i en eller flere målgrupper. For å være en merkevare må summen av alle assosiasjonene kunden har til de ulike varemerkene være sterke (Patentstyret, 2019). Dagligvarer er normalt lavinvolveringsprodukter hvor forbrukeren ikke ønsker å bruke mye ressurser, i form av tid og energi, på å vurdere kjøpsalternativer. Det er derfor en bransje der sterke merkevarer er sentralt. Orkla eier flere kjente og store merkevarer slik som KiMs, Nidar, Jif, Jordan, Toro, Zalo og Grandiosa. At disse merkevarene har god kjennskap i forbrukerens hode, gir et inntrykk av at merkevarer er en av Orklas viktigste ressurser.

I henhold til VRIO-modellen ser vi først på om merkevarene er verdifulle. Flere av Orklas merkevarer har en betydningsfull plass i forbrukerens hode. For eksempel er det mange av Orklas merkevarer som har fått et betydningsfullt navn i nordmenns hukommelse, slik som uttrykket “Blenda hvitt” og at oppvasksåpe ofte bare blir kalt for “Zalo”. Ut ifra årsrapporten ser vi at flere av Orklas merkevarer har en meget sterk posisjon, særlig i Norge. Blant annet



er deres merkevarer ledende innenfor frossenpizza, syltetøy, kjeks, vask og kosttilskudd (Orkla, 2019, s. 163-165). Det er derfor tydelig at Orklas merkevarer kan anses som verdifulle.

Videre er spørsmålet om merkevarene er sjeldne. Produktene som merkevarene til Orkla produserer er ikke sjeldne i seg selv, da det finnes flere lignende konkurrenter i de ulike produktkategoriene. Likevel ser vi at enkelte av merkevarene er utrolig sterke innenfor kategorien de befinner seg i. Ifølge en artikkel fra NRK i 2018 hadde Orkla/Stabburet en markedsandel på nærmere 70% innenfor frossenpizza-kategorien i Norge i 2017 (NRK, 2018). Verdien på flere av Orklas merkevarer er såpass sterk at merkevaren blir en sjelden ressurs. Videre ser vi også at det er vanskelig og kostbart å kopiere sterke merkevarer, da det gjerne er sammensetningen av blant annet historie og kompetanse som har gjort dem så sterke. Vi kan dermed også konkludere med at Orklas merkevarer, som en ressurs, er ikke-imiterbar.

Orkla er, som nevnt, delt opp i ulike divisjoner slik som “Orkla Foods” og “Orkla Care”. Dette muliggjør et fokus og spesialisering innenfor de ulike forretningsområdene, noe som tilrettelegger for innovasjoner og forbedringer. De har også et viktig og sterkt distribusjonsnett, noe som tydeliggjør at Orkla er organisert på en god måte slik at de kan oppnå et varig konkurransefortrinn.

### *3.1.2 Konsernet Orkla*

Orkla er et stort konsern fordelt på fem hoveddivisjoner - Orkla Foods, Orkla Confectionery & Snack, Orkla Care, Orkla Food Ingredients og Orkla Investments. I tillegg er konsernet fordelt på mange ulike land - blant annet Norge, Sverige, Danmark, Finland, Island og Baltikum. Å være et konsern med så mange ulike divisjoner og forretningsområder bringer med seg mange fordeler. Dersom det går bra med én divisjon, men dårlig med én annen kan kapital overføres fra ett område til et annet slik at divisjonene som går dårlig også får utviklet seg. I tillegg har Orkla Investments ulike forretningsområder som hver bidrar til økt verdiskaping for konsernet. Blant annet jobber Orkla Eiendom med å bygge det nye hovedkontoret til konsernet, og Orkla Venture bidrar med å investere i strategisk relevante selskaper for å få tilgang til innovasjoner fra det eksterne miljøet (Orkla Ventures, u.å.).

I henhold til VRIO-modellen ser vi først på hvorvidt konsernets oppbygning er en verdifull ressurs. Ved å dele inn virksomheten i ulike divisjoner, muliggjør det for kompetanseutveksling innad i divisjonene. Dette kan være en viktig fordel med oppdelingen. I tillegg, ved at Orkla driver sin virksomhet i flere land og innenfor flere produktgrupper, har konsernet mulighet til distribuering av andre ressurser (for eksempel kapital) på tvers av virksomheten der det trengs. Vi kan dermed se at konsernets oppbygning er en svært verdifull ressurs.

På spørsmålet om hvorvidt Orklas oppbygning er sjelden må vi se på om det finnes andre konserner med lignende oppbygning innenfor merkevarevirksomhet. Orkla er den eneste store, norske merkevarevirksomheten som har denne oppbygningen. Den unike oppbygningen er et resultat av stordriftsfordeler over tid. Videre kan man se at liknende strukturer finnes i andre internasjonale selskaper, slik som Nestlé og Procter and Gamble. Disse selskapene driver riktignok hovedsakelig sin virksomhet i andre regioner enn Orkla. I tillegg har disse selskapene mindre fokus på investeringer i andre bedrifter enn de som er direkte relatert til merkevarer. Vi kan derfor konkludere med at Orkla sin oppbygning er nokså sjelden.

Orkla har gjennom mange år jobbet for å bygge seg opp slik som den er i dag. Gjennom kjøp og salg har de bygget opp en unik portefølje av merkevarer og andre investeringer som både er vanskelige og svært kostbare å imitere. Dermed kan det sies at konsernets oppbygning kan anses som ikke-imiterbar.

Som tidligere diskusjon tilsier er Orkla godt organisert slik at de kan ta utnytte av denne interne ressursen. Gjennom videre oppkjøp av merkevarer og andre investeringer sørger de for opprettholdelse av sin sterke posisjon og et godt samarbeid innad i konsernet.

### *3.1.3 Lokal kunde- og forbrukerinnsikt*

I sin årsrapport trekker Orkla ofte fram deres unike lokale kunde- og forbrukerinnsikt som en viktig ressurs for konsernet. Konsernet investerer stort i kompetanseutvikling for de ansatte. For ansvars- og bærekraftsrelaterte temaer alene ble det i 2018 gjennomført omtrent 67 800 timer med organisert opplæring (Orkla, 2019, side 37). Kompetanseutvikling av medarbeidere på andre felter, skjer hovedsakelig gjennom det daglige arbeidet, i tillegg til

samspill, coaching, feedback og gjennom kurs og seminarer (Orkla 2019, side 40). At Orkla har et fokus på å være tilstede lokalt, muliggjør også den lokale kunde- og forbrukerinnsikten.

En lokal kunde- og forbrukerinnsikt er svært viktig i et marked med sterk konkurranse og der forbrukertrender endres stadig. Matvareindustrien har et marked der forbrukertrender endres raskt og ofte. For eksempel har fokus på miljø og vegetabilsk mat blitt mer populært i de fleste land. Sterk lokal kunde- og forbrukerinnsikt gjør det mulig for merkevarene i Orkla-konsernet å lage innovasjoner som følger med de lokale trendene, og som kundene ønsker å kjøpe. I tillegg bidrar det til at konsernet kan gjøre riktige oppkjøp nye merkevarer. Vi kan derfor si at den lokale innsikten er en svært verdifull ressurs.

Hvorvidt kunde- og forbrukerinnsikten er sjelden kan diskuteres. På den ene siden er det slik at den interne kompetansen som Orklas medarbeidere innehar kan anses som en sjelden ressurs, da det består av en unik sammensetning av blant annet tidligere erfaringer, kompetanseutvikling innad i selskapet og samarbeid med forbrukere. På den andre siden, dersom man ser på lokal kunde- og forbrukerinnsikt som en helhet innenfor de ulike merkevarene, vil ikke Orkla nødvendigvis være sterkere på dette feltet enn andre konkurrerende merkevarer. Særlig i land der Orkla ikke har en dominerende posisjon - for eksempel Finland - vil ikke Orkla kunne ha noen bedre lokal innsikt i kunder og forbrukere enn konkurrentene. Vi kan derfor ikke konkludere med at Orklas lokale kunde- og forbrukerinnsikt er sjelden.

Videre er det spørsmål om denne innsikten er kostbar å kopiere. Som nevnt i forrige avsnitt er hver enkelt medarbeiders lokale kunnskap unik, og det er dermed vanskelig og kostbart å kopiere. Likevel, ser vi på Orkla sin kompetanse som en helhet innenfor hvert lokale område, ser vi at det, i de fleste tilfeller, verken er vanskelig eller kostbart å tilegne seg en slik innsikt. Den lokale innsikten kan blant annet oppnås gjennom tette relasjoner med kunder og forbrukere, og ved å se på kjøp og salg av forskjellige varer. Lokale konkurrenter kan dermed relativt enkelt få tilgang på store deler av denne innsikten. Vi kan dermed konkludere med at deres lokale kunde- og forbrukerinnsikt er imiterbar.

Orkla er godt organisert for å ta vare på denne ressursen gjennom deres kompetanseutviklingssystemer og ved kjøp av nye merkevarer i de forskjellige geografiske områdene. Jo større Orkla blir i de ulike områdene, desto sterkere blir den lokale innsikten de

innbefatter. At Orkla bruker denne kunnskapen til å forsterke og opprettholde posisjonen til de forskjellige merkevarene, tyder også på at de er organisert effektivt for å benytte seg av ressursen.

### 3.1.4 Oppsummering av den interne analysen

Den interne analysen av Orklas ressurser kan kort oppsummeres med følgende tabell:

	<b>Verdifull (V)</b>	<b>Sjelden (R)</b>	<b>Kostbar å kopiere (I)</b>	<b>Optimalt organisert (O)</b>
<b>Merkevarer</b>	Ja	Ja	Ja	Ja
<b>Konsernet Orkla</b>	Ja	Ja	Ja	Ja
<b>Lokal kunde- og forbrukerinnsikt</b>	Ja	Nei	Nei	Ja

Tabell 1: Oppsummering av den interne analysen

Tabellen viser at den unike porteføljen av merkevarer som Orkla eier, og den unike sammensetningen av konsernet, utgjør et varig konkurransefortrinn. Den lokale kunde- og forbrukerinnsikten er svært viktig for videre utvikling av konsernet og de ulike merkevarene, men denne kan ikke anses som verken sjelden eller kostbar å kopiere. Dette gjør at ressursen ikke kan brukes som et varig konkurransefortrinn. Likevel er det viktig å opprettholde og benytte seg av innsikten, for å kunne videreutvikle merkevarene slik at de tilfredsstiller forbrukernes preferanser og behov.

## 3.2 Ekstern analyse

I den eksterne analysen ser man på faktorer som kan være med på å påvirke konkurransesituasjonen i en bransje. For å kartlegge omgivelsene omkring Orkla, vil vi benytte oss av Porters femkraftsmodell, i tillegg til å gjennomføre en PESTEL-analyse.

### 3.2.1 Porters femkraftsmodell

Porter sin femkraftsmodell består av fem ulike faktorer som kan være med å påvirke konkurransesituasjonen i en bransje. Den består av eksisterende konkurrenter i bransjen, leverandører, kunder, potensielle nye aktører og substitutter.

### 3.2.1.1 Dagens konkurrenter

Ettersom Orkla er et stort og omfattende konsern, er det ikke mange store konkurrenter, men heller flere mindre konkurrenter. Likevel kan man anse matvarekonsernet Mondelez som en større konkurrent. Selskapet er amerikansk og er sentral innenfor matvarekategoriene sjokolade, kjeks, sukkervarer, kaffe og andre pulverdrikker. Konsernet eier blant annet Freia, som er direkte konkurrent opp mot Orkla sitt sjokolademerket, Nidar. Disse vil altså være en konkurrent for Orkla Confectionery and Snacks.

Procter and Gamble er det nest største selskapet i verden når det kommer til bransjen innenfor fast-moving consumer goods, heretter omtalt som FMCG. FMCG er forbruksvarer som selges fort og til relativt lave kostnader. Eksempler på dette er matvarer, drikkevarer og toalettsaker. Procter and Gamble er et konsern som er leverandør av merkevarer innenfor hygiene og personlig pleie. De eier blant annet Braun, Oral B og Head and Shoulders. Ettersom Procter and Gamble har produkter innenfor mye av de samme områdene som Orkla Care, vil dette utgjøre konkurranse.

Når man ser på dagens konkurrenter vil også butikkjedene i Norge og deres egne merkevarer utgjøre en trussel. Dette er merker som kun de bestemte matvarekjedene innehar, og eksisterer for å skape differensiering og muligheten til å tilby forbrukeren lavere priser. Et eksempel på egen merkevare er Rema 1000 sitt merke "Prima", som fokuserer på lav pris. Videre finnes det eksempler på merker som fokuserer på kvalitet, slik som NorgesGruppens egen merkevare "Jacobs Utvalgte" (NorgesGruppen, 2018). Ettersom butikkene har full kontroll på sine egne merker, i tillegg til at de er populære blant forbrukerne, vil det være viktig for Orkla å være bevisst på disse som konkurrenter.

En annen, mindre aktør, som kan anses som en konkurrent til Orkla er Fjordland, som tilbyr ferdigmatprodukter. De leverer blant annet ferdige middagsprodukter slik som oksestek, torsk og kjøttkaker. Selv om Orkla og Fjordland ikke tilbyr nøyaktig samme matvareprodukter, er begge selskapene leverandør av middagsmat.

Orkla Foods har ledende markedsposisjoner i flere matvaregrupper, blant annet innenfor frossenpizza, hvor de eier den folkekjære favoritten Grandiosa. Det finnes likevel sterke konkurrenter i disse markedene, slik som Dr Oetker som også er store på pizza.

### 3.2.1.2 Leverandører

En leverandør er en bedrift som leverer en vare eller tjeneste til en annen virksomhet. Sett fra en virksomhets syn, ønsker man ikke at leverandørene sin posisjon blir for sterk. Man prøver å unngå dette ettersom leverandørene kan kreve mer hvis de får en for sterk posisjon. Som virksomhet er det bedre å ha større valgfrihet, slik at leverandørene må komme med gode tilbud for å få avtaler.

I årsrapporten skriver Orkla at de ønsker å bidra til økonomiske ringvirkninger i lokalsamfunnene, ved blant annet å støtte lokale leverandører (Orkla, 2019, s. 56). Videre skriver de også i sine bærekraftsmål frem mot 2025 at de ønsker å ha 100 % godkjente leverandører (Orkla, 2019, s. 71). Dette er noe Orkla følger opp, og i 2018 utførte de en omorganisering som har gitt økt ansvar til de ulike forretningsområdene. Ettersom Orkla er et stort konsern, vil det være attraktivt for en leverandør å være del av “Orkla-samfunnet”, og man vil prøve å skape en god relasjon og opprettholde et godt samarbeid. Om ikke leverandørene klarer å tilfredsstille kravene, vil de kunne miste Orkla som en viktig kunde. Dette vil være økonomisk ugunstig for leverandørene, noe som medfører at de ønsker å møte kravene til Orkla. Dermed kan det konkluderes med at Orkla har en sterk forhandlingskraft overfor leverandørene.

### 3.2.1.3 Kunder og konsumenter

På samme måte som leverandørene, spiller også posisjonen til kundene en viktig rolle for Orkla, og heller ikke her ønsker man at de skal få for mye makt. I utgangspunktet er det fortrinnsvis dagligvarebutikkene som vil være kunden til Orkla. I midlertid er det forbrukeren som vil sette krav for produktsammensetning i butikkene. Det vil derfor bli tatt hensyn til både konsumenter og dagligvarebutikker i denne delen av analysen.

Som leverandør ønsker man lojale konsumenter, som ikke ønsker å prøve ut andre merker fordi de er fornøyde med det de allerede bruker. Ved å ha en lojal forbrukergruppe vil det bety at man er mindre utsatt ved eventuelle kriser, og at forbrukerne er mindre priselastiske når det kommer til prisjusteringer. Et eksempel på hvordan Orkla har klart dette er gjennom såpeprodusenten Zalo. Dette produktet viser at selv et relativt homogent produkt kan ha stor betalingsvillighet blant forbrukere. Zalo koster normalt opptil tre ganger mer enn tilsvarende konkurrenter, men på grunn av merkevaren er forbrukere likevel villige til å betale for

produktet. Lojale konsumenter kan ha lett for å fremsnakke produkter med venner og bekjente noe som øker sjansen for at andre vil prøve det ut. I Orklas tilfelle vil en sterk og lojal forbrukergruppe spille positivt inn i forhandlinger med dagligvarebutikkene. Dersom Orkla ikke blir representert i en butikkjede vil det kunne medføre at forbrukere handler hos andre butikker som tilbyr Orklas merkevarer. Noe forbrukermakt vil også presse Orkla til å videreutvikle sine produkter. Generelt kan vi se at Orkla har lojale konsumenter, noe som styrker deres forhandlingsmakt. Samtidig er den svak nok til at de stadig må innovere og videreutvikle produktene sine.

Om man skal se på dagligvarebutikkene, som vil være Orkla sin direkte kunde, har Orkla en stor fordel med tanke på både økonomi og sin store portefølje av merkevarer. Med en slik sterk posisjon har de muligheten til å betale seg til de beste plassene i butikkhyllene. Likevel vil det også være viktig å være bevisst på utviklingen til dagligvarekjedene. I de senere årene har antallet dagligvarebutikker i Norge blitt redusert. For eksempel kjøpte COOP opp ICA-kjeden i 2014 (Alfnes, F., Schjøll, A. & Dulrud, A., 2019, side 24). Ved at dagligvarekjedene blir færre og større, vil deres posisjon og forhandlingskraft bli styrket. Dersom for eksempel Norgesgruppen ikke er enig i Orkla sitt pristilbud, vil Orkla miste en av få, svært store aktører innenfor dagligvarebransjen. Med andre ord har dagligvarekjedene en svært sterk makt overfor Orkla og andre leverandører, og butikkene har mulighet til å presse ned Orklas salgsmarginer. Dette betyr at det er desto viktigere for Orkla å opprettholde og forsterke sine merkevarer, slik at lojale forbrukere vil kunne presse dagligvarebutikkene til å beholde Orkla i sitt sortiment.

#### 3.2.1.4 Potensielle nye aktører

Orkla er et stort konsern som eier store deler av matvaremarkedet og det vil derfor være få andre aktører som vil utgjøre en stor trussel. Det som vil være verdt å være oppmerksom på for Orkla er de store internasjonale merkevareselskapene som Nestlé og Procter & Gamble. Det kan være at de ønsker å utvide sin virksomhet i Norden og Baltikum, noe som potensielt kan skape sterk konkurranse mellom selskapene. Likevel, har Orkla så mye makt i matvarebransjen og svært sterke merkevarer, at det i så fall vil ta tid før nye aktører vil utgjøre en stor trussel.

Med tanke på nye aktører i bransjen vil dette utgjøre en lav til ingen trussel. Det er fordi Orkla er et stort konsern og som driver organisasjonen med stordriftsfordeler, noe som bidrar

til at kostnadene blir noe lavere. Om en nyetablering ønsker seg til det nivået Orkla er på i dag vil dette kreve mye ressurser til både produktutvikling, innovasjon og markedsføring. Det vil være kostbart og trolig svært utfordrende. Sett i lys av alle disse elementene kan man konkludere med at trusselen for potensielle nye aktører i bransjen er lav.

#### 3.2.1.5 Substitutter

En substitutt er et produkt eller tjeneste som kan erstatte sitt eget produkt eller tjeneste. Det er ikke identiske varer, men de vil kunne dekke det samme behovet kunden har (Sundbye, 2017) For eksempel vil nøtter være en substitutt til potetgull, og omvendt. Ettersom Orkla har den sterke posisjonen i markedet som de har, vil flere av deres egne produkter fungere som substitutter for hverandre. Det er likevel viktig å være oppmerksom på andre potensielle substitutter i det markedet man opererer i.

### 3.2.2 PESTEL

Porters modell fokuserer som sagt på bedriftens konkurransesituasjon, hvor hovedvekten ligger på de direkte konkurrentene, leverandørene og kunden. Det finnes likevel makroøkonomiske forhold som også gir grunnlag for hvordan konkurransebildet ser ut. PESTEL er et analyseverktøy som ser på makroøkonomiske forhold, og er sammensatt av seks ulike faktorer; politiske-, økonomiske-, sosiokulturelle-, teknologiske-, miljømessige- og juridiske forhold. En PESTEL-analyse brukes for å se på situasjonen i dag og for å kunne forutse fremtiden. Siden Orklas hovedvirksomhet skjer i Norge, Norden og Baltikum, vil denne analysen fokusere på de makroøkonomiske omgivelsene i disse områdene.

#### 3.2.2.1 Politiske forhold

Politiske forhold tar for seg ulike faktorer slik som blant annet korrupsjon, stabilitet i regjeringen, skattepolitikk, handelskontroll (Business to you, 2016). Det er flere likheter mellom de politiske og juridiske forholdene, og vi vil derfor opplyse underveis om forhold som kunne stått under både politiske og juridiske forhold.

United Nations Association of Norway har laget en oversikt over landene i verden som er mest og minst korrupt, hvor 0 er veldig korrupt og 100 er minst korrupt. Dette er basert på hvordan næringslivet, akademikere og risikoanalytikere ser det (FN, 2018). Norden består av landene Danmark, Sverige, Finland, Island og Norge og felles for alle de fem landene er at de



er lite korrumpert. I tillegg er den politiske situasjonen stabil, noe som gjør det enklere for Orkla å tenke langsiktig.

Når det kommer til Baltikum er disse landene mer korrumperte, med tall på 58 og 59 for henholdsvis Latvia og Litauen. Estland er igjen mindre korrumpert, med 73 i indeksen. Ifølge FN har alle disse tre landene politiske uroligheter, med blant annet konflikter og høy utvandring. For Orkla kan dette bli en utfordring, både med tanke på forutsigbarheten og at konsumet kan svekkes i de respektive landene. Dette vil også bli skrevet mer om under økonomiske forhold.

Den norske regjeringen har valgt å øke sukkeravgiften, noe som har vært med å påvirke Orkla. Det fremkommer i Orklas årsrapport at dette har vært en medvirkende faktor til et svekket resultat i 2018 (Orkla, 2019, s. 33). Økt sukkeravgift ga lav markedsvekst for Orkla Confectionery & Snacks, og det vil derfor utgjøre en trussel.

En annen viktig faktor under politiske forhold er skattelovene. En høy selskapsskatt vil bidra til et lavere resultat, enn om skatten hadde vært lavere. Orkla belastes ordinær selskapsskatt i de landene konsernet har virksomhet (Orkla, 2018, s. 26). I Norge var denne på 23% i 2018. I de andre landene i Norden ligger selskapsskatten på omtrent det samme. I Danmark er den 22 %, i Finland og Island ligger den på 20 % og i Sverige er den 21,4 %. Latvia og Estland har også en selskapsskatt på 20 %, mens i Litauen ligger den på 15 % (Trading Economics, 2020). Ved at Norge har en høyere selskapsskatt enn andre land vil dette medføre at investeringer i Norge blir derfor mindre lønnsomme og at investeringer heller bør foretas i andre land (Næringslivets Hovedorganisasjon, u.å). Den norske selskapsskatten har riktignok blitt redusert de siste årene, i 2019 ble skattesatsen redusert til 22%.

Norge er medlem av EØS, noe som gir organisasjoner fordeler i form av fri flyt av varer og tjenester, kapital og personer på tvers av landegrensene i medlemslandene i EU og EØS (Regjeringen, 2013). Dette vil være med på å gjøre det lettere for Orkla å drive virksomhet i andre europeiske land. Det vil likevel være viktig å være bevisst på tollene som gjelder for landbruksvarer. Denne er høyere i Norge for å beskytte det norske landbruket (Toll, 2019). Dette vil være en faktor som kan være med på å komplisere fabrikkstrukturen, import og eksport.

#### 3.2.2.2 Økonomiske forhold

Et mål for den økonomiske tilstanden til et land er bruttonasjonalprodukt (BNP) per innbygger. BNP beregnes som summen av alle varer og tjenester som blir produsert i et land i løpet av et år, minus de varene og tjenestene som blir brukt under denne produksjonen (SSB, 2019). BNP per innbygger er landets BNP fordelt på antall innbyggere og brukes ofte som et mål på velstandsnivået i et land. Et høyt velstandsnivå vil også kunne tilsi et høyere forbruk blant forbrukere. En gjennomgang av tallene fra 2018 viser at Norge, Danmark, Sverige og Finland ligger på henholdsvis fjerde, tiende, tolvte og femtende plass i verden over høyest BNP per innbygger i verden (FN, u.å). Justert for kjøpekraft blir landenes plassering noe nedjustert, men alle ligger fremdeles forholdsvis høyt i verden. Norge har en BNP per innbygger som er 51% høyere enn gjennomsnittet i Europa, imens de øvrige Nordiske landene ligger på mellom 11-28% høyere enn gjennomsnittet i Europa. Det er altså klart at de økonomiske forutsetningene i de nordiske landene er til fordel for Orkla.

Ser vi på de Baltiske landene- Estland, Litauen og Latvia - er tallene noe annerledes. Alle de tre landene ligger under det europeiske gjennomsnittet, men henholdsvis 82%, 80% og 69% av den gjennomsnittlige BNP per innbygger i Europa (100%). Likevel ser vi en positiv utvikling i alle de tre landene, noe som tyder på at det vil være lønnsomt for Orkla å forbli i disse landene.

Valutakursen for de aktuelle landene kan også være relevant for de økonomiske forutsetningene for Orkla. Sammenlignet med Euro, er den norske kronen svært svak i forhold til hva den tidligere har vært. I 2012 hadde én euro en gjennomsnittlig verdi på 7,47, imens den i 2019 hadde en gjennomsnittlig verdi på 9,85 (Norges Bank, 2020). Dette gjør det dyrere å importere og produsere i utlandet. Den svenske kronen har de siste årene ligget mellom 9 og 11,5 SEK per euro, hvor trenden siden 2013 har vært en stigning i kursen og i februar 2020 lå den på rundt 10,55 SEK per euro (European Central Bank, 2020). Den danske kronen har holdt seg relativt stabilt mot euroen på bakgrunn av Danmarks fastkurspolitikk. Kursen ligger dermed på omtrent 7,45 DKK per euro (European Central Bank, 2020). I Finland og Baltikum brukes euro som primær valuta. En reduksjon i verdien av den norske kronen vil medføre dyrere import, noe som vil kunne resulterer i en reduksjon i Orklas salgsmarginer. Dette kommer av at kundene, det vil si dagligvarebutikkene, ikke nødvendigvis vil være villige til å senke sine marginer til fordel for Orkla. Det kan dermed konkluderes med at valutakursen vil kunne ha en stor innvirkning på konsernet.

### 3.2.2.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold påvirkes av faktorer som blant annet populasjon, alder, karriere, oppmerksomhet rundt helse og holdninger rundt livsstil. Etersom Orkla er stor leverandør av merkevarer til dagligvarekjeder, vil vi fokusere mest på livsstil og sosiale trender og se bort ifra demografien.

Det har blitt en sterk økning på fokuset rundt bærekraft og det å velge sunnere matvarer. Slike trender vil kunne ha en stor innvirkning på Orkla og det vil være viktig å følge med på de ulike preferansene kundene har. Orkla selv skriver at de er bevisst på å være en bidragsyter til økt kvalitet på folkehelsen, og har blant annet kuttet ned sukker- og saltinnholdet med henholdsvis syv og åtte prosent i produktene sine de siste fem årene (Orkla, 2019, s. 56)

Man kan også se en klar tendens til at befolkningen ønsker å spise mer plantebasert. Her er det viktig at Orkla som leverandør kan tilby kunden gode produkter. Blant annet kan man se at en dansk plantefarse, eid av Orkla, har ankommet butikkene rundt om i Europa og er så langt godt mottatt (Orkla, 2019, s. 67). Slike justeringer og nykommere av produkttyper er det flere av de siste årene hos Orkla, noe som gjør at de når ut til et større marked.

Orkla opererer med 68 % av virksomheten sin i Norden (Orkla, 2019, s. 7). Her er det lav arbeidsledighet, offentlige trygdeordninger og et godt velferdsnett. For Orkla betyr det at en større del av befolkningen vil ha god kjøpekraft og de offentlige trygdeordningene vil sørge for at denne ikke vil bli markant svekket ved en eventuell økning i arbeidsledigheten.

### 3.2.2.4 Teknologiske forhold

Teknologiske forhold vil også kunne medføre muligheter og trusler for Orkla. Blant annet skjer det stadig ny utvikling i metoder for effektivisering og forbedring av produksjon og distribusjon. For eksempel ser man en økende trend i matvarehandling på nettet. I 2017 omsatte matbutikker på nettet for over 1 800 000 000 kroner (E24, 2018), noe som tydeliggjør viktigheten av at Orkla må ha gode relasjoner til dagligvarebutikkene på nettet. Per februar 2020 har Orkla et samarbeid med både Kolonial.no og Brandhub (matkassene)

som er de to firmaene som står for størsteparten av omsetningen innenfor dagligvare på nettet (E24, 2018).

Et annet teknologisk forhold er at Big Data muliggjør bedre forbrukeranalyser, noe som medfører at man enklere kan følge med på trender blant forbrukere. Big Data medfører dog også at konkurransen blir tøffere da det betyr raskere endringer i produkter som selges på markedet.

#### 3.2.2.5 Miljømessige forhold

Deler av merkevarevirksomheten til Orkla er svært miljøavhengig da mye krever råvarer fra jordbruk og liknende. Majoriteten av Orklas produksjon og innkjøp skjer i Norden, Baltikum og Øst Europa, der sannsynligheten for vannmangel og tørke er svært lav grunnet det kjøligere klimaet (Orkla, 2019, side 31). Sommeren 2018 viste likevel at dette faktisk kan skje i disse landene. Slikt ekstremvær vil medføre dyrere råvarer fra leverandører og en øking i energipriser. Generelt har Orkla sett en volatilitet i energiprisene, noe som forventes å fortsette å fortsette også fremover (Orkla 2019, side 31). Grunnet klimaendringer, er det sannsynlig at ekstremvær i ulike former, vil ha økt forekomst noe som med stor sannsynlighet vil påvirke Orkla, men konsernet spår likevel at konsekvensene for Orkla vil være moderate på kort og mellomlang sikt (Orkla, 2019, side 31).

Miljøbevissthet blant befolkningen og press fra myndighetene gjør at bærekraft har blitt stadig viktigere å fokusere på. Det er et press på å gjøre produksjon mer miljøvennlig og redusere klimautslipp. Dette medfører at Orklas stadig må utvikle seg i en bærekraftig retning, noe som kan føre til endringer i blant annet emballasje, produkter og distribusjon.

#### 3.2.2.6 Juridiske forhold

Juridiske forhold omhandler faktorer som blant annet forbrukerkjøpsloven, lover rundt patent, likestillingsloven og lover rundt ansettelsesforhold. Dette er altså lover som er med å påvirke alle aktører som er i bransjen. Som skrevet tidligere henger dette også sammen med politiske forhold.

For Orkla sin del vil det være viktig å følge reglene for merking av produktene. Innenfor EU er produktkravene stort sett de samme, noe som gjør det lettere å standardisere merkingen.

Det er også krav til registrering for noen produktgrupper, blant annet kosmetikk (Innovasjon Norge, u.å.).

### 3.3 SWOT analyse

Det vil nå gjennomføres en SWOT-analyse som en oppsummering av modellen ovenfor. På denne måten får man en god oversikt over både interne og eksterne faktorer som er med å påvirke organisasjonen. Her ser man altså på styrker (strengths) og svakheter (weaknesses), muligheter (opportunities) og trusler (threats). Styrker og svakheter er de interne faktorene, mens svakheter og muligheter er faktorer som kan påvirke bedriften eksternt.

#### 3.3.1 Styrker

Orklas hovedvirksomhet er merkevarer og de eier flere av de største merkevarene i dagligvarebutikkene slik som Grandiosa, Toro og Nidar. Deres betydelige portefølje muliggjør stordriftsfordeler og tilrettelegger for videreutvikling av selskapet. Dette er definitivt en av Orklas styrker. Den brede porteføljen gir konsernet en fordel med hensyn til deres kunder (dagligvarebutikkene), da sluttbrukerne gjerne forventer å se mange av Orklas produkter i butikken. I tillegg har svært mange av Orklas merkevarer en sterk posisjon i forbrukernes hukommelse, noe som gjør at forbrukere har lett for å kjøpe Orklas produkter.

#### 3.3.2 Svakheter

En av Orklas store svakheter er at ikke alle merkevarene er de sterkeste i sitt felt. Blant har også Freia en stor markedsandel innenfor sjokolademarkedet, og Fjordland er sterke på ferdigmat. Dette forhindrer en kundeinnsikt som konkurransefortrinn ift. Virksomhet på tvers av landområder kan utgjøre potensielle utfordringer i form av kulturforskjeller og interessekonflikter.

#### 3.3.3 Muligheter

Med et økende fokus på miljø rundt om i verden, er Orkla bevisst på å bidra ved å bli en mer miljøvennlig og bærekraftig organisasjon. Gjennom å utvikle produktene sine til å bli mer miljøvennlige, har de muligheten til å nå ut til flere kundegrupper enn tidligere. Dette betyr et større marked, noe som vil være svært positivt.

Potensielle nye nettbutikker, hvor det distribueres dagligvareprodukter, kan utgjøre en trussel. Likevel selges produktene til Orkla i de nåværende nettbutikkene og enn så lenge vil dette heller være en mulighet for Orkla til å nå ut til en større del av markedet.

Orkla har også muligheten til å ekspandere i utlandet, og man ser at de stadig utvider virksomheten sin rundt om i verden. Norge sitt medlemskap i EØS gir Orkla muligheten til å drive virksomhet på tvers av landegrensene innenfor EU.

### *3.3.4 Trusler*

For Orkla vil nye lover og reguleringer utgjøre en trussel, men som alltid også gi muligheter avhengig av tilpasningsevne. Et nylig eksempel er at en økt sukkeravgift vil det bli dyrere å drive med godteri og andre sukkerholdige produkter. Skattelovgivningen har blitt lettet på de siste årene i Norge, som man også kan se har en positiv innvirkning på Orkla. Med en annen regjering kan selskapsskatten potensielt øke igjen, og dermed utgjøre en trussel.

Valutakursen er også med på å utgjøre en trussel, dette er fordi det vil være med å påvirke både importen og eksporten. Med en sterk krone vil det for andre land bli dyrere å kjøpe varer fra Norge, men samtidig vil det blir rimeligere for Norge å importere varer.

Klimaendringer medfører mer usikkert vær, noe som igjen kan påvirke leverandør- og energipriser. Dette vil utgjøre en trussel for Orkla, da det kan komme uforutsette kostnader.

En annen trussel vil være det synkende antallet av dagligvarekjeder i Norge som vi har sett de siste årene. Per dags dato finnes det hovedsakelig tre aktører i landet; Norgesgruppen, Coop og Reitangruppen. Gjennom en slik utvikling vil dagligvarebutikkene få større makt, noe som vil redusere makten til Orkla. Det vil derfor være enda mer avgjørende for Orkla at de opprettholder sterke merkevarer som konsumentene forventer at er i butikkene.

## 4 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen sitt formål er å forsøke å skape et helhetlig bilde av den økonomiske situasjonen til Orkla. Analysen innebærer å se på den historiske utviklingen til Orkla. Gjennom dette er det mulig å gi et bilde av hvordan Orklas framtidsutsikter ser ut. Analysen baserer seg på regnskapstall fra årsrapportene til Orkla for årene 2015-2018. I denne oppgaven ser vi bort i fra regnskapstallene som tilhører 2019, da disse tallene ikke er tilgjengelig i skrivende stund. Oppgaven vil se på fire forhold i denne regnskapsanalysen; Lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet.

### 4.1 Resultatregnskap

<b>Resultatregnskap</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>Driftsinntekter</b>	<b>33 198</b>	<b>37 758</b>	<b>39 561</b>	<b>40 837</b>
Varekostnader	-16 345	-18 712	-19 718	-20 348
Lønn og sosiale kostnader	-6 432	-7 259	-7 567	-7 734
Ordinære avskrivninger	-1 057	-1 146	-1 184	-1 214
Andre driftskostnader	-5 755	-6 343	-6 457	-6 764
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>-29 589</b>	<b>-33 460</b>	<b>-34 926</b>	<b>-36 060</b>
<b>Driftsresultat før andre inntekter og kostnader</b>	<b>3 609</b>	<b>4 298</b>	<b>4 635</b>	<b>4 777</b>
Andre inntekter og kostnader	-502	-382	-201	-482
<b>Driftsresultat</b>	<b>3 107</b>	<b>3 916</b>	<b>4 434</b>	<b>4 295</b>
Netto finansposter	983	1 266	137	63
<b>Ordinært resultat før skattekostnad</b>	<b>4 090</b>	<b>5 182</b>	<b>4 571</b>	<b>4 358</b>
Beregnet skattekostnader	-722	-807	-980	-1 004
<b>Resultat etter skatt fra videreført virksomhet</b>	<b>3 368</b>	<b>4 375</b>	<b>3 591</b>	<b>3 354</b>
Gevinst/tap/resultat ikke videreført virksomhet	-17	0	5 066	0
<b>Årsresultat</b>	<b>3 351</b>	<b>4 375</b>	<b>8 657</b>	<b>3 354</b>

Tabell 2: Resultatregnskap (i millioner kroner)

Vi ser at Orkla har hatt stor variasjon i enkelte av sine regnskapsposter i perioden 2015 til 2018. På posten “gevinst/tap/resultat ikke videreført virksomhet” finner vi at de siste årene har denne posten variert fra -17 millioner til 5 066 millioner. Dette er et resultat av den tydelige forkuseringen på å bygge et merkevare selskap. Som det store konsernet Orkla er vil

det ofte foregå kontinuerlige selskapsstrukturer, og som merkevarevirksomhet vil kjøp og salg av virksomhet være naturlig, noe som kan forklare såpass store endringer i denne posten. Grunnen til stor gevinst på denne posten i 2017, skyldes salget av Sapa.

Ser vi på resultat før skatt finner vi at Orkla har de fire siste årene ligget stabilt over fire milliarder i resultat. Likevel ser vi en stor endring fra 2015 til 2016 hvor resultatet økte med 26,7%. Årene etter stabiliserer resultatet før skatt seg rundt 4,5 milliarder. Sammenligner vi resultatet med driftsresultatet ser vi at mye av variasjonene skyldes at netto finansposter varierer i stor grad. Driftsresultatet viser en progresjon fra 2015 til 2017 og en liten nedgang i 2018.

## 4.2 Lønnsomhet

Første delen av analysen tar utgangspunkt i forskjellige nøkkeltall for lønnsomhet. Hensikten med dette er å se nærmere på Orkla sin evne til å skape overskudd, altså om Orklas inntekter er høyere enn deres kostnader (Kristoffersen, 2016). Som en del av lønnsomhetsanalysen ser oppgaven nærmere på nøkkeltall som total kapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet før skatt og resultatmargin. Årsaken til at vi ser på lønnsomhet skyldes at potensielle investorer bruker dette som et viktig vurderingsgrunnlag i sine investeringsbeslutninger. Derfor vil evnen til å skape overskudd være helt essensielt for Orklas overlevelsessevne.

Lønnsomhet kan enkelt påvirkes av Orklas store finansinntekter. Det vil si at store salg kan ha store utslag. Vi har valgt å se bort i fra dette, særlig med tanke på salget av Sapa i 2017. Sapa-salget gjorde store utslag på mål for lønnsomhet, og kan derfor gi et urealistisk bilde på lønnsomheten til Orkla. Likevel har blant annet proff valgt å inkludere dette i deres beregninger (Proff.no, 2020). Det kan diskuteres om dette er mer riktig, ettersom at Orkla er en merkevarevirksomhet. Det vil si at mye av deres inntekter og kostnader skyldes kjøp og salg av virksomheter.

### 4.2.1 Total kapitalrentabilitet

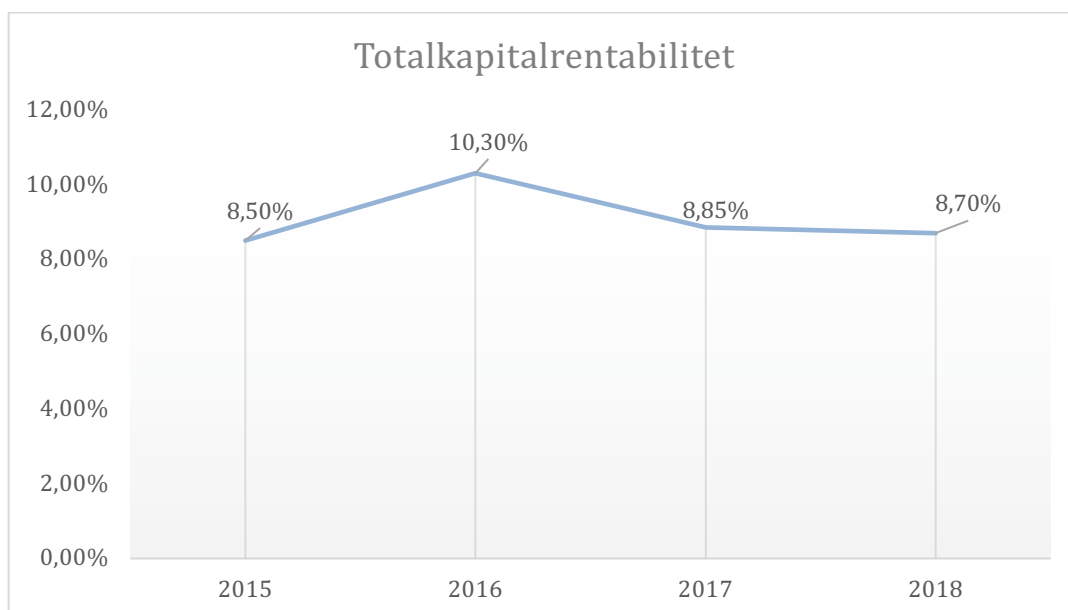
Total kapitalrentabilitet, heretter omtalt som TKR, er et nøkkeltall for lønnsomhet og viser avkastningen på den samlede kapitalen i Orkla (Kristoffersen, 2016). Med andre ord hvor effektivt bedriften forvalter sine ressurser (Enkeleksamen. u.å.). TKR sier også noe om hvor uavhengig Orkla er av ekstern finansiering. Formelen for dette nøkkeltallet er:



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

År	2015	2016	2017	2018
Totalkapitalrentabilitet	8,50%	10,30%	8,85%	8,70%

Tabell 3: Totalkapitalrentabilitet



Figur 3: Totalkapitalrentabilitet

Ut ifra Tabell 3 og Figur 3 ser vi at TKR er har vært relativt stabil i rundt 10% hele perioden. De små endringene skyldes økende driftsresultater og økende finansinntekter. Videre finner vi at verdien på eiendeler til konsernet, total kapitalen, kan ses å ha vært relativt stabil (Proff, 2019). Dette har ført til at total kapitalens påvirkning av TKR har vært relativt lav.

Vi antar de normale normene for TKR gjelder også for Orkla. Det vil si at en rentabilitet på total kapitalen på rundt 10% regnes som god, mens en TKR på rundt 20% regnes som meget god. Lønnsomheten til Orkla på bakgrunn av dette nøkkeltallet kan anses og være relativt god, men noe lav.

Som nevnt innledningsvis vil hvordan behandlingen av store salg og oppkjøp av selskaper her ha stor innvirkning på TKR. Ved Proff.no vil derfor TKR i 2017 være 18,3% på grunn av salget av Sapa. 18,3% TRK tyder på svært god lønnsomhet. I Orkla sitt finansregnskap

behandles denne inntekten senere i regnskapet, og regnes dermed som ekstraordinær. Denne inntekten påvirker derfor ikke TRK.

#### 4.2.2 Egenkapitalrentabilitet

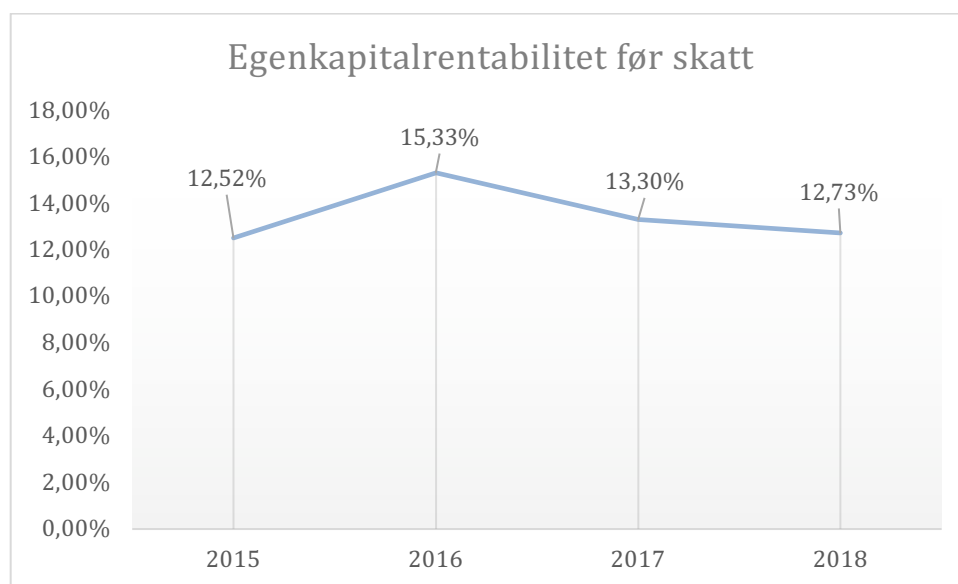
Egenkapitalrentabilitet, herved omtalt som EKR, viser hvor stor avkastning Orkla har hatt på egenkapital. Det vil si at vi ser bort i fra lånefinansierte midler. Normalt sett er selskaper i større grad finansiert gjennom lån, noe som gjør at TKR kan gi et bedre bilde på lønnsomhet i et selskap. EKR bør være høyere enn TKR fordi, som vi kjenner fra finansfaget, henger risiko og avkastning sammen. Eiere som står for egenkapital tar høyere risiko enn långivere som har pantesikkerhet.

I analysen benyttes EKR før skatt, ettersom at varierende skattesatser fra år til år gjør det vanskeligere å sammenligne. Det er likevel verdt å merke seg at potensielle investorer i utgangspunktet benytter EKR etter skatt i sin vurdering. Formelen for EKR før skatt er:

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

År	2015	2016	2017	2018
Egenkapital rentabilitet før skatt	12,52%	15,33%	13,30%	12,73%

Tabell 4: Egenkapitalrentabilitet før skatt



Figur 4: Egenkapitalrentabilitet før skatt

Figuren over viser på lik linje som TRK at EKR er relativt stabil. Gjennomsnittlig egenkapital har vært relativt stabil hele perioden, og har derfor ikke gjort store utslag på utregningen. Vi ser også at i hele perioden er EKR høyere enn TKR, noe som er positivt. Og styrker troverdigheten til Orkla som et lønnsomt investeringsobjekt.

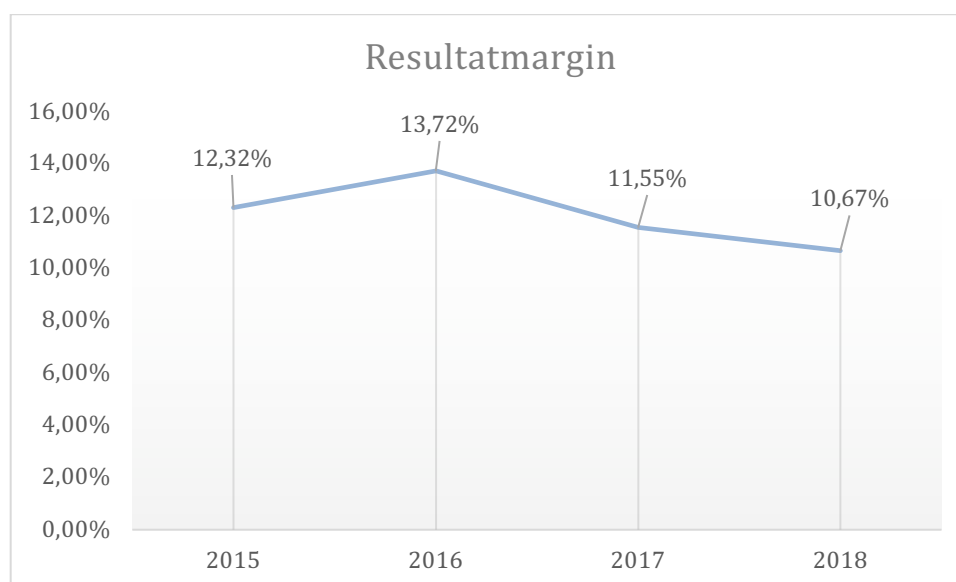
### 4.2.3 Resultatmargin

Nøkkeltallet, resultatmargin, ser på hvor mye et selskap har tjent før man ser på andre ekstraordinære poster (Kristoffersen, 2016). Dette nøkkeltallet kan påvirkes i stor grad av blant annet store unormale nedskrivninger, avskrivninger eller uforutsette vedlikeholdskostnader. Det er derfor viktig at man ser nøkkeltallet i sammenheng og over en lengre periode.

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

År	2015	2016	2017	2018
Resultatmargin	12,32%	13,72%	11,55%	10,67%

Tabell 5: Resultatmargin



Figur 5: Resultatmargin

Vi ser at resultatmarginen til Orklakonsernet har holdt seg relativt stabil i overkant av 10% i denne fireårsperioden, noe som må anses for å være godkjent. Likevel er det viktig å se at trenden har snudd til en mer negativ trend de siste årene i perioden. Det vil si at det ordinære resultatet før skatt har en lavere vekst enn driftsinntektene i løpet av perioden. Dette skyldes i

første omgang en kraftig reduksjon i netto finansposter, som i perioden mellom 2015 til 2016 lå rundt en milliard, men har de to siste årene av perioden ligget rundt 100 millioner.

### 4.3 Finansiering

Den andre delen av regnskapsanalysen ser på Orklas form for finansiering. Målet her er å se på selskapets anskaffelser og anvendelser av kapital. For å kunne si noe om dette ser vi på hvordan Orkla sine eiendeler er sammensatt og hvordan de er finansiert. Det finnes ulike måter å finansiere eiendeler på. Vi skiller mellom langsiktig og kortsiktig finansiering. Grunnlaget i analysen er balansen til Orkla på ett bestemt tidspunkt. Oppgaven vil i denne delen av analysen se på arbeidskapital og finansieringsgrad 1.

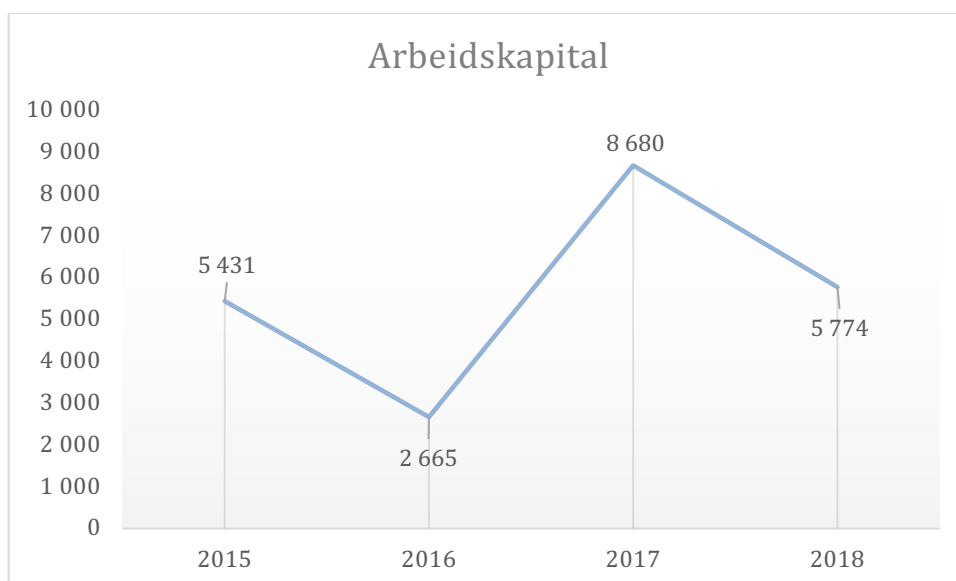
#### 4.3.1 Arbeidskapital

Arbeidskapital er selskapet nødvendige kapital for å finansiere løpende drift. Dette kan også defineres som differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. For at selskapet ikke skal ha mer kortsiktig gjeld enn omløpsmidler må arbeidskapitalen være positiv. Da vil noen omløpsmidler være finansiert av langsiktig finansiering, som er en billigere form for finansiering enn kortsiktig gjeld. Formelen for arbeidskapital er:

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

År	2015	2016	2017	2018
Arbeidskapital	5 431	2 665	8 680	5 774

Tabell 6: Arbeidskapital



Figur 6: Arbeidskapital

Vi ser at arbeidskapitalen er positiv i hele perioden, noe som er bra. Arbeidskapitalen varierer relativt mye. I 2016 skyldes dette en relativt stor økning i kortsiktig gjeld, mens omløpsmidler holdt seg stabilt. I 2017 økte omløpsmidler med ca. 75%, samtidig som kortsiktig gjeld gikk ned. Dette kan knyttes til salget av Sapa.

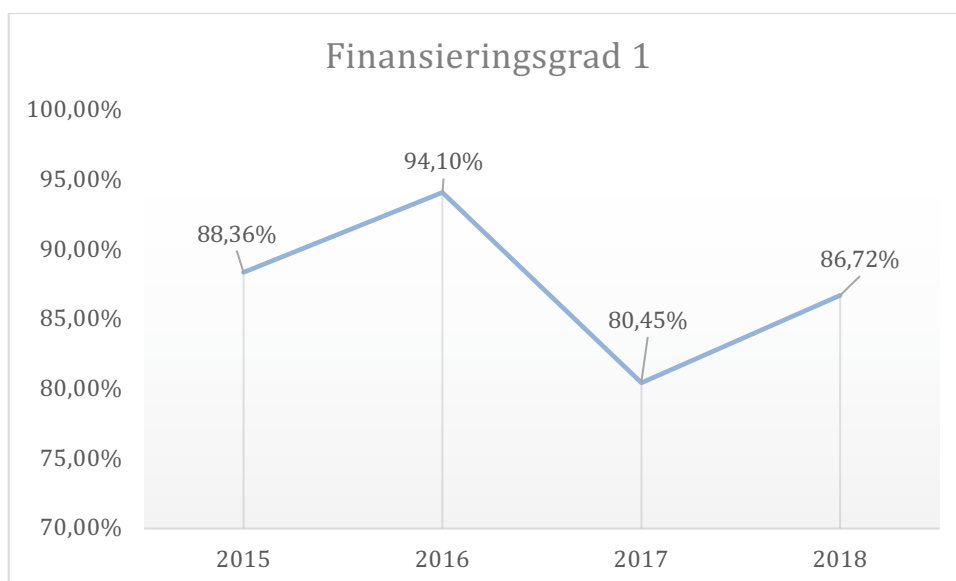
#### 4.3.2 Finansieringsgrad 1

Nøkkeltallet for finansieringsgrad beskriver i hvilken grad anleggsmidler er langsiktig finansiert. Langsiktig finansiering består av egenkapital og langsiktig gjeld. Naturlig nok henger finansieringsgrad 1 sammen med arbeidskapital. Når arbeidskapitalen er et positivt tall vil finansieringsgrad 1 være under 1. Dette nøkkeltallet bør derfor optimalt være mindre enn 1. Formelen for finansieringsgrad 1 er:

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

År	2015	2016	2017	2018
Finansieringsgrad 1	88,36%	94,10%	80,45%	86,72%

Tabell 7: Finansieringsgrad 1



Figur 7: Finansieringsgrad 1

Tabellen over bekrefter våre antakelser om at arbeidskapital og finansieringsgrad 1 korrelerer negativt med hverandre. Vi ser at nøkkeltallet for hvert år er under 1 noe som bra. Det er likevel tendenser til at finansieringsgraden ligger noe høyt, særlig med tanke på 2016.

#### 4.4 Soliditet

Soliditet henger gjerne sammen med finansiering. Målet er å se i hvor stor grad et selskap kan tåle tap. Oppgaven vil se nærmere på nøkkeltallene egenkapitalandel og gjeldsgrad for å besvare nettopp dette.

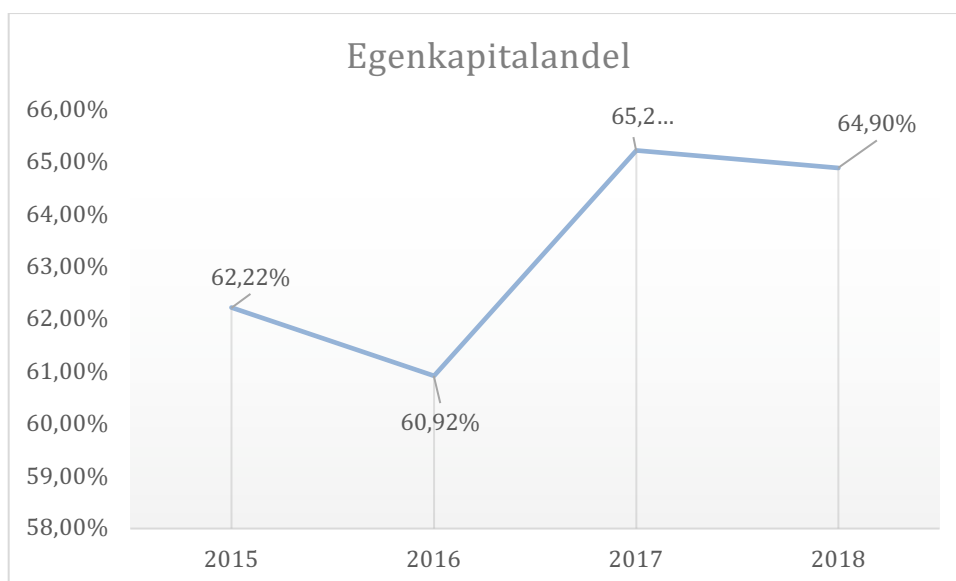
##### 4.4.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandel er den andelen av eiendelene til et selskap som er finansiert av egne midler (Kristoffersen, 2016). Formelen for egenkapitalandel er:

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

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

Tabell 8: Egenkapitalandel



Figur 8: Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen bør normalt sett være minst 25%-30%. Vi ser av figuren at Orkla har i perioden holdt seg stabilt over 60%, og vi kan påstå at Orklas egenkapitalandel er meget god, ettersom at de er langt over «minstekravet». Nøkkeltallene forteller oss at Orkla i stor grad er finansiert av egne midler. Dette kan være en god indikator på at de er godt egnet til å tåle eventuelle tap i fremtiden.

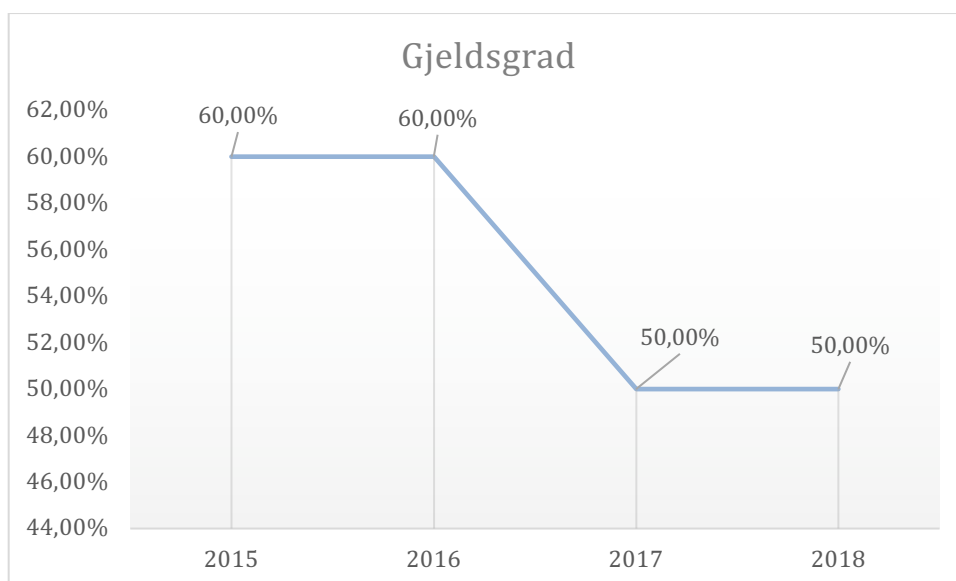
#### 4.4.2 Gjeldsgrad

Nøkkeltallet gjeldsgrad beskriver forholdet mellom forskjellige former for finansiering av kapital, altså hvorvidt finansiering skjer internt (av eierne) eller eksternt av utenforstående. Dette kan også beskrives som forholdet mellom egenkapital og gjeld. Det er ingen fasit på hvor lavt nøkkeltallet skal være, men en hovedregel er at jo lavere nøkkeltall desto mer solid er bedriften (Kristoffersen, 2016). Formelen for gjeldsgrad er:

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

År	2015	2016	2017	2018
Gjeldsgrad	60,00%	60,00%	50,00%	50,00%

Tabell 9: Gjeldsgrad



Figur 9: Gjeldsgrad

Gjeldsgraden til Orkla gikk ned med ti prosentpoeng fra 2016 til 2017, og har holdt seg stabil på 50% i 2018. En nedgang i gjeldsgrad er positivt for Orkla. Lavere gjeldsgrad tilsier at Orkla er mer solide i møte med dårligere tider. Egenkapitalandel og gjeldsgrad har negativ korrelasjon. Det vil si at hvis egenkapitalandelen øker, vil gjeldsgraden synke. Dette ser vi stemmer relativt bra ved å sammenligne figuren for gjeldsgrad og figuren for egenkapital.

#### 4.5 Likviditet

Nøkkeltallene for likviditet beskriver bedriftens betalingsevne. God likviditet tilsier at bedriften har evne til å betale sine forventede og mindre forventede utgifter. I denne oppgaven ser vi på to mål for likviditet; likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2.

Likviditetsgradene er relativt like og tar utgangspunkt i balansen på et spesielt tidspunkt. Forskjellen mellom likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 er at likviditetsgrad 1 tar utgangspunkt i alle omløpsmidler, mens likviditetsgrad 2 kun tar utgangspunkt i de mer likvide omløpsmidlene. Som oftest vil de mest likvide omløpsmidlene defineres som alle omløpsmidler bortsett fra varelager. Varelager tar ofte lengre tid å omgjøre til likvide midler enn andre omløpsmidler, og blir derfor ekskludert i beregningen av likviditetsgrad 2. Formlene for disse nøkkeltallene er:

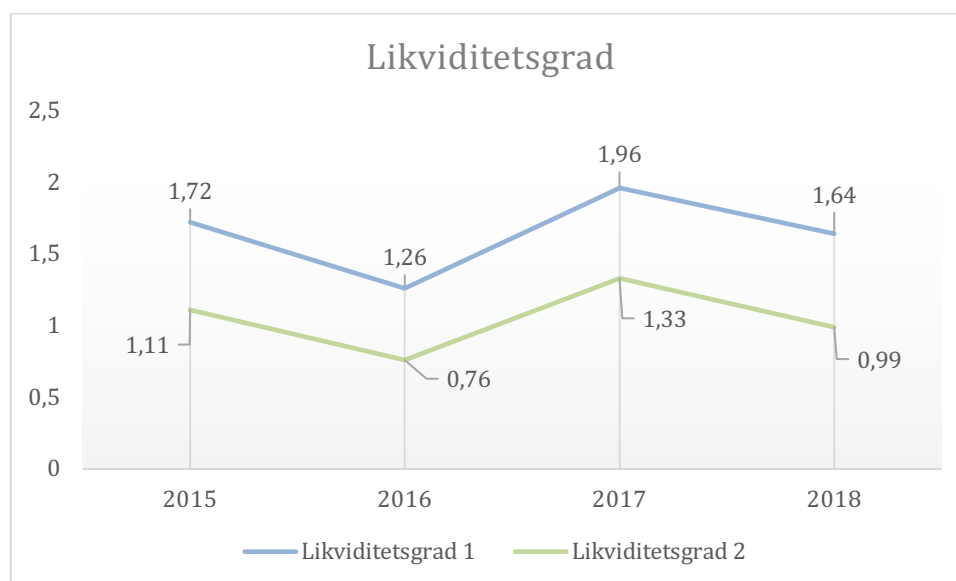
$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$



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

År	2015	2016	2017	2018
Likviditetsgrad 1	1,72	1,26	1,96	1,64
Likviditetsgrad 2	1,11	0,76	1,33	0,99

Tabell 10: Likviditetsgrad 1 & Likviditetsgrad 2



Figur 10: Likviditetsgrad 1 & Likviditetsgrad 2

Definisjonsmessig ser vi i figuren at likviditetsgrad 2 er lavere enn likviditetsgrad 1. I oppgaven går vi ut ifra tommelfingerreglene om at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2, og at den minimum bør ligge over 1,5. Likviditetsgrad 2 bør være over 1. Figuren ovenfor viser at disse “reglene” overholdes i tre av fire år. Vi ser at i 2016 er både likviditetsgrad 1 og 2 for lav, i henhold til tommelfingerreglene. I denne fireårsperioden er likviditetsgrad 1 aldri over 2. Det kan på bakgrunn av dette konkluderes med at likviditeten til Orkla ikke er tilfredsstillende. Det er likevel vanskelig å se på helhetsbildet da tallene er hentet fra balansen på et gitt tidspunkt og derfor egentlig ikke si mer enn hva som er tilfellet på akkurat det tidspunktet.

#### 4.6 Oppsummering

Av regnskapsanalysen og på bakgrunn av de nøkkeltallene som er trukket frem i denne oppgaven tyder Orkla situasjon med tanke på lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet samlet sett å være tilfredsstillende. Vi må si at situasjonen til Orkla ser relativt god. For å

oppsummere kort ser vi at lønnsomheten tilfredsstillende, men kunne vært bedre, likviditetsgraden er god, og soliditeten er meget god.

## 5 Finansiell Analyse

Den finansielle analysen vil innebære en estimering av Orklas markedsverdi, og brukes for å kunne besvare vår problemstilling. Her vil vi først gjennomføre en fundamental verdsettelse; ved å estimere fremtidige kontantstrømmer, og diskontere disse med et relevant avkastningskrav for å finne verdien per 31. desember 2018. Videre vil det bli gjennomført en markedsbasert verdsettelse hvor vi vil verdsette selskapet ved å benytte multipler. Til slutt vil det bli skrevet en sensitivitetsanalyse for å se på hvor sensitiv verdien av egenkapitalen er til endringer i avkastningskrav og prognoserte kontantstrømmer. Siden siste registrerte kurs på Oslo Børs for 2018 var 28. desember, er det denne kursen som blir brukt i analysen. Teorien i denne delen er hentet fra *Principles of Corporate Finance* (2017) skrevet av Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, dersom ikke annet er påpekt.

### 5.1 Fundamental verdsettelse

For å verdsette Orkla, må vi først finne et estimat på fremtidige kontantstrømmer. Vi har valgt å bruke diskontert kontantstrømsmetode, hvor man benytter frie kontantstrømmer som utgangspunkt i verdsettingen. Frie kontantstrømmer er det som konsernet kan utbetale til investorer etter alle investeringer som er nødvendige for vekst. Videre skal disse kontantstrømmene neddiskonteres. Ut ifra historiske regnskapstall kan vi finne prognoser for de fremtidige kontantstrømmene som vil brukes i beregningene.

#### 5.1.1 Avkastningskrav

For å kunne neddiskontere kontantstrømmene, må man finne et riktig avkastningskrav for total kapitalen. Denne beregnes ved å benytte den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden (WACC):

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

Det første vi må gjøre er å finne  $r_E$ , noe som beregnes ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM):

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

#### 5.1.1.1 Risikofri rente ( $r_f$ )

Risikofri rente er renten man kan forvente ved å plassere kapitalen i et risikofritt alternativ. Renten på norske langsiktige statsobligasjoner blir ofte brukt som den risikofrie renten (Finanssans, 2018). Normalt bruker man renten på tiårsobligasjoner, og 31. desember 2018 lå denne på 1,88 % (Norges Bank, u.å.) og vil dermed bli benyttet som den risikofrie renten for videre utregninger.

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

Markedets risikopremie beregnes som markedets risiko ( $r_m$ ) minus den risikofrie renten ( $r_f$ ). Markedets risiko vil være den risikoen man ikke kan eliminere ved diversifisering, og markedets risikopremie vil dermed være den meravkastningen man kan forvente ved å ta en høyere investeringsrisiko. I følge PwC var markedets risikopremie på 5 % i 2018 (PwC, desember 2018, s. 4), det samme nivået som for året før, og dette er det vi vil benytte i videre beregninger.

#### 5.1.1.3 Beta ( $\beta$ )

For å finne ut hvordan Orklas aksjer beveger seg i forhold til markedet, benyttes en betaverdi. Betaverdien finner man ved følgende beregning:

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

Oslo Børs sin hovedindeks er en god indikasjon på markedets forventede utvikling, og blir derfor brukt for å beregne Orklas beta. For å finne kovariansen mellom Orkla og markedet, og variansen til markedet, brukte vi de daglige kursene funnet på Oslo Børs sine nettsider for året 2015 til slutten av 2018. Dataene ble lastet opp i Excel og ble brukt for å finne daglig avkastning, som vi benyttet oss av i beregningene. Dette ga en kovarians på 0,000065 og en varians i markedet lik 0,000105, noe som utgjør en betaverdi på 0,6156. Med en beta på under 1, vil det si at Orkla har en lavere volatilitet i de daglige avkastningene enn gjennomsnittet på markedet.

#### 5.1.1.4 Beregning av kapitalverdien (CAPM)

Nå som vi har funnet den risikofrie renten, markedets risikopremie og Orklas betaverdi, har vi nok informasjon for å regne ut et teoretisk avkastningskrav til egenkapitalen ( $r_E$ ). Dette gir følgende utregning:

$$r_E = 1,88\% + 0,6156 (5\%)$$

Dette gir en kapitalverdi på  $0,04958 = 4,96\%$ .

#### 5.1.1.5 Beregning av total kapitalens avkastningskrav (WACC)

For å finne diskonteringsrenten som vi skal benytte oss av i senere utregninger, bruker vi den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden (WACC). Gjennom CAPM fant vi en avkastning på egenkapital lik 4,96%. Videre finner vi egenkapitalandel, gjeldsandel og gjennomsnittlig gjeldsrente i nøkkeltallene fra Orklas årsrapport for 2018 (Orkla, 2019, side 211-212).

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Egenkapitalandel</b>	62,5%	62,2%	60,9%	65,2%	64,9%
<b>Gjeldsandel</b>	37,5%	37,8%	39,1%	34,8%	35,1%
<b>Rentenivå</b>	3,4%	2,8%	1,8%	2,2%	3,4%

Tabell 11: Finansieringsandeler og rentenivå

Vi bruker tallene fra 2018, da disse er de mest nylige tallene. I og med at Orklas opererer i ulike bransjer og land, er skattesatsen noe annet fra den alminnelige bedriftsskatten i Norge på 23% i 2018. Ifølge Orklas årsrapport benyttes en skattesats på 24,5% (Orkla, 2019, side 153). Den norske bedriftsskatten ble nedjustert i 2019 til 22% (Regjeringen, 2018). 29% av Orklas salgssinntekter stammer fra Norge, og derfor nedjusterer vi skattesatsen brukt til beregning av WACC med 0,29%. Dette gir en skattesats på 24,21%, noe som resulterer i følgende avkastningskrav på total kapitalen:

$$WACC = 4,96\% * 64,9\% + 3,4\% * 35,1\% * (1 - 24,21\%) = 4,12\%$$

Orkla har dermed et avkastningskrav på 4,12%.

### 5.1.2 Estimert kontantstrøm

For å kunne verdsette Orkla, må det i tillegg lages en prognose av fremtidige kontantstrømmer. Dette gjøres ved å se på historiske regnskapstall.

#### 5.1.2.1 Inntekter

Historiske driftsinntekter har de siste fire årene hatt en vekst på mellom 3% og 14%. I de to siste årene ser det ut som at trenden ligger på 3-4%, noe vi også kan se har vært tilfellet i tidligere år. Hovedinntektene stammer fra salg av merkevarer i dagligvarebutikker.

Nielsen.com skriver årlig en rapport om det Norske dagligmarkedet. De siste årene, kan det virke som om økningen totalomsetningen i norsk dagligvarehandel har begynt å stagnere. Veksten har med andre ord blitt svakere de siste årene. I 2009 lå veksten på 6,2% mens den i 2017 var nede på 1,1% (Nielsen, 2020). Mulige årsaker til at veksten har stagnert kan være at det blant annet har blitt en økning i grensehandel og mer bevissthet rundt reduksjon av matsvinn (Næringslivets Hovedorganisasjon, u.å.). Dette er trender som ikke ser ut til å forsvinne med det første.

Gjennom oppkjøp sikrer Orkla seg en stabil posisjon i markedet. I 2018 kjøpte de blant annet 67% av Gorm's Pizza i Danmark (med mulighet for å øke til 100%) som i samme år hadde driftsinntekter på rundt 580 millioner danske kroner (Proff.dk, 2019). I tillegg er de opptatt av å holde seg oppdatert på forbrukertrender, blant annet har de fulgt opp om trender i vegetarmarkedet. Ved at Orkla er bevisste rundt justeringer gjennom året er dette med på å bidra til lojalitet hos kundene. Dette er viktig da Orkla sin største styrke er salg av sterke merkevarer. Ved å opprettholde de sterke merkevarene, vil de forhindre store reduksjoner i inntektene.

Vår antagelse blir dermed at veksten i inntektene vil ligge på rundt 3,2% i 2019 og trolig bli noe redusert i årene som følger, som resultat av økt konkurranse og forbrukertrender.

#### 5.1.2.2 Kostnader

I 2018 økte driftskostnadene med 4,1% fra året før. Økningen i 2017 var relativt lik, på 3,8% fra 2016. I årene før dette økte kostnadene med rundt 13%. Som Orkla også skriver i sin årsrapport fra 2018, skyldes endringer i 2017 hovedsakelig i salget av Sapa (Orkla, 2019, s. 28). Selv om det er noe uforutsigbart med prisene til leverandørene Orkla benytter seg av,

både i form av miljørisikoer og valutakurser, vil vi kunne anta at driftskostnadene vil fortsette å øke med rundt 4% i årene fremover.

#### 5.1.2.3 Netto finanskostnader

Rentebærende gjeld ble kraftig redusert i 2017, noe som i stor grad skyldes salg av Sapa (Orkla, 2018, side 28), men økte markant igjen i 2018. I årsrapporten kan det tyde på at netto rentebærende gjeld kommer til å øke noe de neste årene. Samtidig virker finansinntektene til å være relativt stabile de siste årene. Dermed kan man anta at netto finanskostnader kommer til å reduseres noe i årene fremover.

#### 5.1.2.4 Skatt

Skattesatsen Orkla brukte i 2018 var på 24,5%. Den ordinære bedriftsskatten i Norge for samme år var på 23%, altså 1,5%-poeng lavere enn Orklas skattesats. Norsk ordinær bedriftsskatt er på 22% i 2019 og 2020, men på grunn av Orklas drift innenfor ulike områder (blant annet kraftvirksomhet) som har spesielle skattesatser, kan vi anta at den virkelige skattesatsen for Orkla i årene fremover vil være noe høyere. Siden 29% av salgsinntektene til Orkla stammer fra Norge, kan vi derfor nedjustere skattesatsen med 0,29%-poeng til 24,21%. Vi antar dermed at skattesatsen for Orkla vil ligge stabilt på 24,21% de neste årene.

#### 5.1.2.5 Netto investeringer

I 2017 solgte Orkla investeringene sine i Sapa, noe som ga dem en gevinst på 5 066 millioner kroner. I 2018, fikk de verken noen gevinst eller tap på ikke videreført virksomhet. Det er vanskelig å forutse hvorvidt Orkla vil investere mer eller selge aksjer de eier i andre selskaper i årene fremover. Likevel, vil vi anta at Orkla vil investere mer de fremtidige årene og at tallene vil justere seg ned mot nærmere to milliarder.

#### 5.1.2.6 Avskrivninger

Ut ifra regnskapet kan man se at avskrivningene har økt de siste årene. Likevel har den prosentvise veksten blitt lavere med årene og jevnet seg mer ut. Vi vil på bakgrunn av dette anta at avskrivningene vil stabilisere seg med en økning på rundt 3 % de neste årene.

#### 5.1.2.7 Ending i arbeidskapital

Ifølge årsrapporten regner Orkla med å redusere netto arbeidskapital med 3%-poeng som andel av netto salgsverdi for 2019-2021. Per 31.12.2018 var netto arbeidskapital rundt 20%

av salgsinntekter, noe som vil si at deres mål er å få arbeidskapitalen ned til 17% i slutten av 2021. Dermed kan vi anta en årlig reduksjon gitt salgsinntekter på rundt 1%-poeng hvert år de neste 3 årene. Deretter antar vi en stabilisering i arbeidskapitalen.

### 5.1.3 Estimert verdi

Nedenfor viser vi til prognosen av de fremtidige kontantstrømmene. Terminalverdien er funnet ved å benytte oss av Gordons formel og Norges Bank sitt inflasjonsmål på to prosent (Norges Bank, u.å.).

År	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter	42 144	43 471	44 797	46 119	47 549
Driftskostnader	37 967	39 505	40 887	42 196	43 968
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>4 177</b>	<b>3 966</b>	<b>3 910</b>	<b>3 923</b>	<b>3 581</b>
Netto finanskostnader	60	45	30	25	30
<b>Resultat før skattekostnad</b>	<b>4 237</b>	<b>4 011</b>	<b>3 940</b>	<b>3 948</b>	<b>3 611</b>
Skattekostnad	-1026	-971	-954	-956	-874
<b>Driftsresultat etter skatt</b>	<b>3 211</b>	<b>3 040</b>	<b>2 986</b>	<b>2 992</b>	<b>2 737</b>
Avskrivninger	1 245	1 281	1 321	1 365	1 406
Netto investeringer	-3 001	-2 549	-2 381	-2 458	-2 265
Endring i arbeidskapital	-103	176	210	-225	-231
<b>Kontantoverskudd</b>	<b>1 352</b>	<b>1 948</b>	<b>2 136</b>	<b>1 674</b>	<b>1 647</b>

WACC	4,12%
g	2%

År	2019	2020	2021	2022	2023
Estimert kontantstrøm	1 352	1 948	2 136	1 674	1 647
Terminalverdi					79 220
Estimert fri kontantstrøm	1 352	1 948	2 136	1 674	80 867

Estimert markedsverdi	72 497
+ Likvide midler	1 978
= Bedriftens verdi	74 475
- Rentebærende gjeld	-5 230
= Estimert verdi av egenkapital	69 245

Antall aksjer	1 018 930 970
<b>Estimert kurs</b>	<b>67,96</b>

Tabell 12: Estimert verdi av Orkla per 31.12.2018 (i millioner, ekskludert siste deltabell)



Ut ifra tabellene over, vil den estimerte aksjekursen for Orkla være på 67,96 kroner den 31.12.2018. Den estimerte verdien av selskapet blir dermed 69,2 milliarder kroner. Til sammenligning lå børsverdien på 68,04 kroner per 28.12.2018, noe som utgjorde en selskapsverdi på 69,3 milliarder kroner.

## 5.2 Markedsbasert verdsettelse

Markedsbasert verdsettelse er en annen form for tilnærming for å verdsette selskaper. Markedsbasert metode er også kjent som multiplere-metoden. Metoden baserer seg på å sammenligne selskapets resultat eller balanse, multiplisert med en faktor, med andre lignende selskaper. Målet med dette er å se om verdien på selskapet er overpriset eller underpriset i forhold til andre selskaper i bransjen. Det er viktig at selskapene har like verdidrivere, ellers kan multiplene komme frem til være noe misvisende.

Multiplene som brukes i oppgaven er basert på tall fra 28. desember 2018. Dette er siste registrerte endring på Oslo Børs før årsskifte, og er derfor det mest naturlige å ta utgangspunkt i for å besvare oppgavens problemstilling.

### 5.2.1 Sammenlignbare selskaper

Som oppgaven var inne på i markedsanalysen (kapittel 3) er Orkla markedsleder innenfor merkevarevirksomhet i Norge. Det kan argumenteres for at det finnes andre selskaper som også eier store merkevarer i Norge, men ingen av disse har lignende forretningsmodell som Orkla. For at det skal være mulig å sammenligne med multipler må selskapene ha relativt like forretningsmodeller. Det er derfor nødvendig å se på internasjonale selskaper for å finne liknende struktur. Oppgaven vil derfor ta utgangspunkt i Orkla sammenlignet med Nestlé, Procter & Gamble, Johnson & Johnson og Unilever PLC.

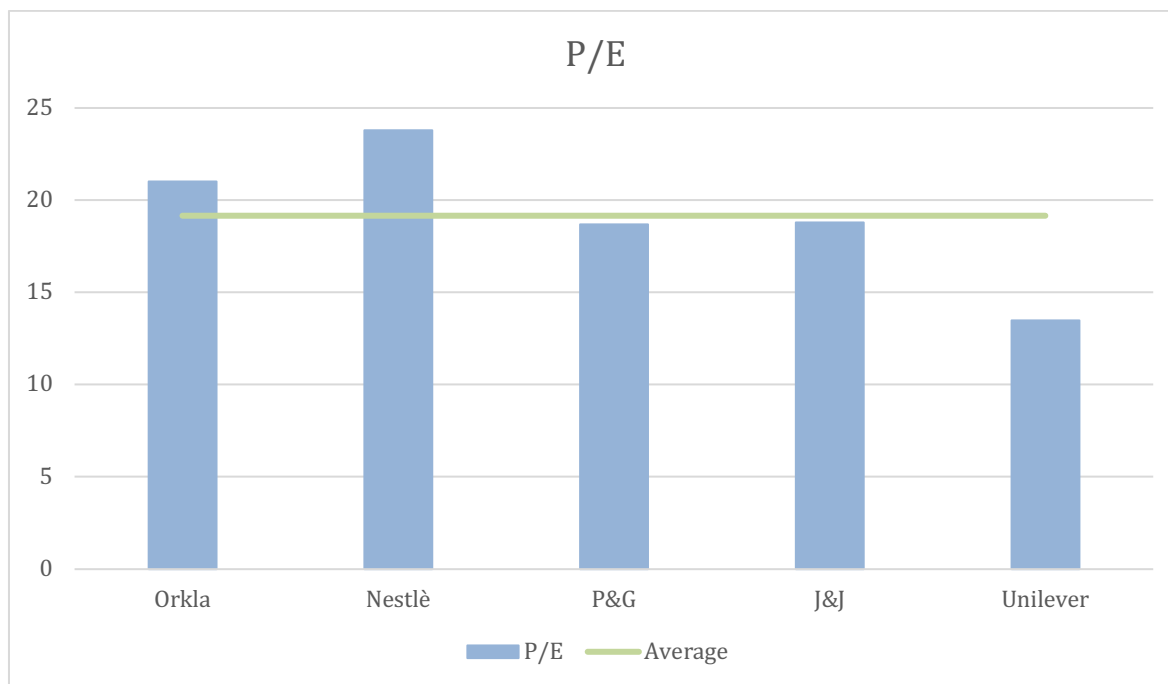
### 5.2.2 Price to earnings (P/E)

En av de mest brukte multiplene er price to earnings-raten, heretter omtalt som P/E. Raten forteller noe om forholdet mellom pris og resultat. Orkla er et veletablert og stabilt selskap som har drevet virksomhet i lang tid. Dette gjør at P/E kan være relativt lav. Lav P/E-rate er et kjennetegn ved en verdiaksje (Investtech. u.å.). En verdiaksje kjennetegnes ved stabil inntjening. Det motsatte er en vekstaksje som har høyere P/E og kjennetegnes ved sterkt

økende omsetning og resultat, og at det forventes videre økning. Hvis et av selskapene som sammenlignes har lavere P/E kan være en indikasjon på at aksjen er relativt billig.

Formelen for P/E er:

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



Figur 11: Price to Earnings (P/E)

I tabellen over fremkommer P/E til de fem selskapene. Videre ser vi at diagrammet viser en variasjon mellom 13,5 og 23,8. Tabellen viser et klart avvik, hvor Unilever PLC ligger relativt lavt i forhold til konkurrentene, med en P/E på 13,5. Som nevnt kan P/E brukes for å se etter om det er over- eller underprising av et selskap. Det kan derfor virke ut fra denne multippelen at Unilever var underpriset på dette tidspunktet. På motsatt side av skalaen ser vi at Nestlé ligger høyest med 23,8 noe som kan indikere overprising. Det kan likevel være spesielle faktorer ved selskapet som er skyld i avviket. Derfor kan vi for eksempel ikke fastslå at Unilever sin aksje er relativt billig på bakgrunn av dette alene. Orkla derimot ligger noe over gjennomsnittet, men dette er et såpass lite avvik at det trolig ikke er snakk om overprising. Det kan likevel tyde på at Orkla sine aksjer, i større grad enn flere av konkurrentene, kan kalles vekstaksjer, og at det i fremtiden forventes høyere vekst i Orkla enn f.eks. Unilever.

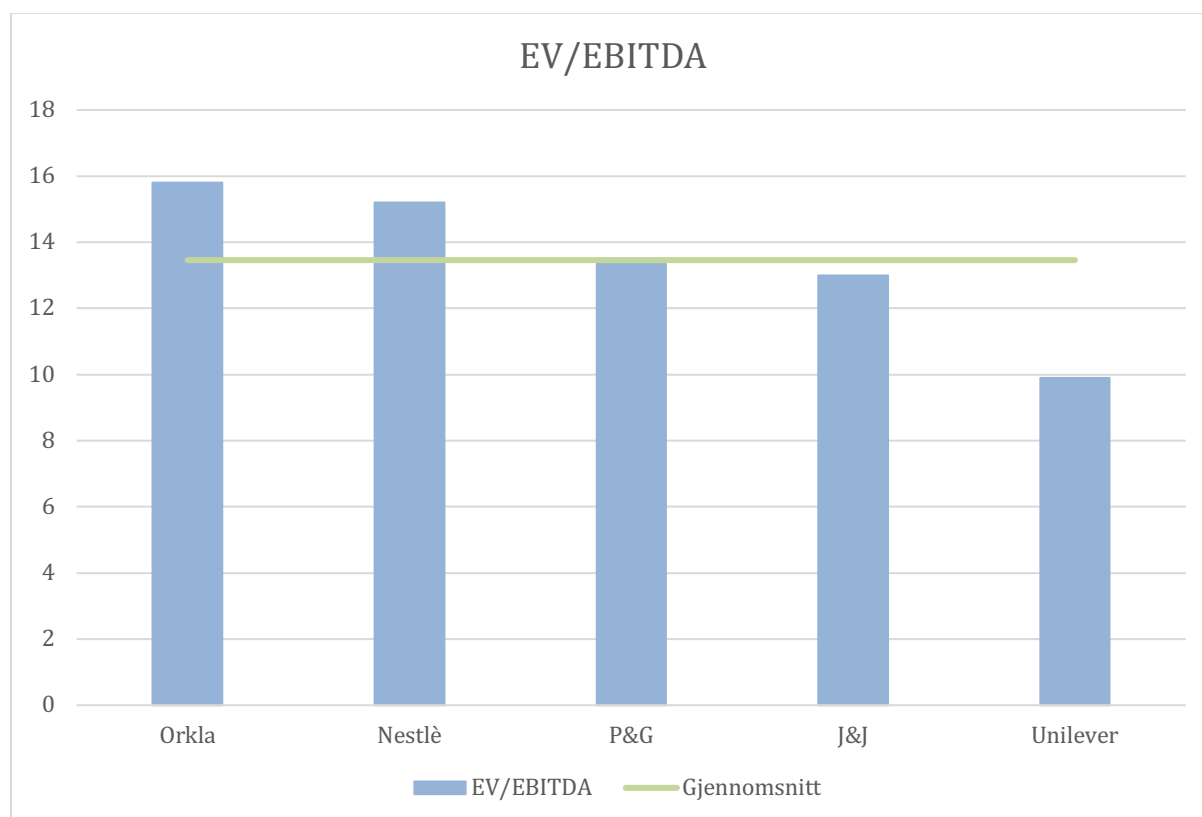
### 5.2.3 EV / EBITDA

EV/EBITDA er en annen multippel som er flittig bruk. EV beskriver sysselsatt kapital, mens EBITDA står for “*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*”, og beskriver derfor driftsresultatet før avskrivninger og eventuelle nedskrivninger, tas med i betraktning. EV/EBITDA beskriver derfor markedsverdien av sysselsatt kapital.

Verdien på denne raten kan variere veldig, det er derfor vanskelig å sammenligne EV/EBITDA-verdien til to ulike selskaper i ulik bransje. Ratene er likevel mye brukte fordi den er enkel og beregne. En annen fordel er at forskjeller om oppstår på bakgrunn av avskrivningsform, goodwill og tilfeldige finansinntekter ekskluderes. En ulempe er at raten ikke tar hensyn til ulik grad av risiko og behovet for fremtidige investeringer.

Formelen for EV/EBITDA er:

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



Figur 12: EV / EBITDA

Grafen ovenfor viser at selskapenes EV/EBITDA er relativt jevn, bortsett fra for Unilever. Ser vi bort i fra Unilever varierer tallene mellom 13 og 15,8, hvor Orkla er høyest, og ligger sammen med Nestlé over gjennomsnittsverdien. Dette tyder på at Orkla har relativt lik prising som konkurrerende selskaper men prisene kan fremstå som noe høyere enn konkurrentenes priser.

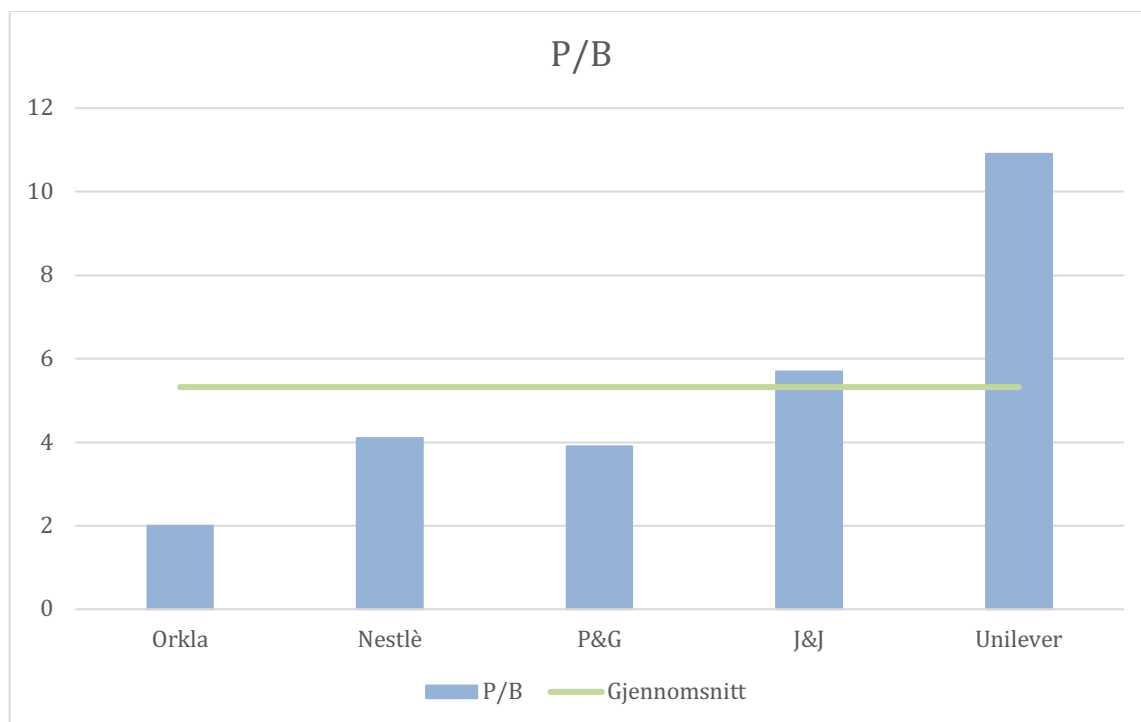
#### *5.2.4 Price to Book value (P/B)*

P/B viser forholdet mellom pris og bokførte verdier. Multiplumet brukes for å vurdere aksjepris med tanke på egenkapital, noe som kan gi en indikasjon på om et selskaps aksjer er underpriset eller overpriset. Det kan også brukes som et mål på selskapets evne til å skape merverdi. Ved en lav P/B vil markedets forventninger om selskapets evne til å skape merverdi være lav. Hvis P/B er under én vil det si at egenkapitalens markedsverdi er lavere enn den bokførte verdien. Dette insinuerer at selskapet er dårlig på å skape verdi, og kan i verste fall ses på som at selskapet ødelegger verdier. Ved høy P/B insinuerer det at selskapet har en god evne til å skape verdier og at markedet har høye forventninger til at selskapet kan skape merverdi.

En utfordring med P/B er at forskjellig regnskapspraksis kan gjøre multiplumet misvisende. Altså, relativt like selskaper kan fremstå mer forskjellig på grunn av ulik regnskapspraksis. En annen utfordring er at for selskaper som vokser organisk vil mye av egenkapitalen være bokført til kostpris. Til sammenligning vil egenkapitalen være bokført til virkelig verdi i selskaper som vokser gjennom fusjoner og oppkjøp. Dette gjør også at selskaper kan se mer ulike ut enn hva som er tilfelle. Orkla er et typisk selskap som vokser av fusjoner og oppkjøp.

Formelen for P/B er:

$$\frac{\text{Price}}{\text{Book value}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital (Aksjekurs)}}{\text{Bokført verdi av egenkapital (Per aksje)}}$$



Figur 13: Price to Book Value (P/B)

I diagrammet over fremkommer det at det er store variasjoner i P/B blant de fem selskapene, noe kan forklares av de utfordringene oppgaven var inne på tidligere. Vi ser likevel at P/B til selskapene Orkla, Nestlé og P&G ligger på omkring to til fire. Disse tre ligger alle under bransjegjennomsnittet. Direkte årsaker til at Orkla ligger såpass lavt er vanskelig å definere uten å studere hvert av selskapene nærmere. Mulige årsaker er at Orkla er lavt priset i forhold til sin bokførte egenkapital, eller at andre selskaper er høyt priset i forhold til sin bokførte egenkapital som følge av et globalt makred og høye vekstforventninger.

### 5.2.5 Oppsummering av analyse og verdiestimering

	P/E	EV/EBITDA	P/B
<b>Orkla</b>	<b>21</b>	<b>15,8</b>	<b>2</b>
Nestlé	23,8	15,2	4,1
P&G	18,7	13,4	3,9
J&J	18,8	13	5,7
Unilever	13,5	9,9	10,9
<b>Bransjesnitt</b>	<b>19,6</b>	<b>13,5</b>	<b>5,3</b>

Tabell 13: Multiplikatorer og bransjesnitt

Tabellen ovenfor viser en kort oppsummering av de multiplikatorene vi har funnet for de fem internasjonale selskapene. Nederst er det en oversikt over bransjesnittene for de tre multiplikatorene som er brukt i oppgaven. Bransjesnittet brukes videre nå til å beregne markedsverdien til Orkla basert på de tre multiplikatorene.

<b>Markedsverdi til Orkla per 31.12.2018</b>	<b>69 328</b>
Markedsverdi basert på gjennomsnittlig P/E	65 738
Markedsverdi basert på gjennomsnittlig EV/EBITDA	64 490
Markedsverdi basert på gjennomsnittlig P/B	180 624

Tabell 14: Beregning av markedsverdi

I årsskifte 2018/2019 var markedsverdien til Orkla 69 738 millioner kroner, dette fremkommer i øverste rad i tabellen. De øvrige tallene er estimater. Markedsbasert verdi basert på gjennomsnittlig P/E er noe lav, noe som gjenspeiles av over gjennomsnittlig høy P/E, likevel vil anser vi dette for å være et godt estimat. Videre er estimatet for markedsverdien til Orkla basert på EV/EBITDA, 64 490. Dette er også god estimering og kan begrunnes med at avviket mellom gjennomsnittlig verdi og Orklas verdi er relativt liten.

Ser vi derimot på markedsverdi basert på P/B ser vi at denne er svært høy. Tidligere ble det beskrevet at avviket mellom Orklas P/B-verdi og gjennomsnittlig verdi var høy. Dette gjør at estimatet blir dårlig. Det finnes flere mulige forklaringer til at Orkla har en såpass lav P/B. Det kan skyldes dårligere utstyr, mye immaterielle eiendeler, lavere omløpshastighet på varelageret og mye annet. Vi så også at Unilever hadde en svært høy verdi som også gjorde snittet unaturlig høyt også for andre selskaper.

### 5.3 Sensitivitetsanalyse

For å se hvordan verdien til Orkla reagerer på endringer i diverse parametere foretar vi en sensitivitetsanalyse. Små forskjeller i avkastningskrav og vekstfaktor kan ha betydelig påvirkning på den endelige verdien til Orkla. Dermed er det viktig å ta en titt på hvordan markedsverdien endres ved små justeringer i WACC og vekstfaktor (g).

### 5.3.1 Avkastningskrav

Som nevnt benytter vi WACC som avkastningskrav til Orkla. WACC består av flere deler, blant annet fordeling av egenkapital og gjeld, beta og skatteprosent, og noe som vil si at en endring i en av disse vil kunne medføre en endring i avkastningskravet. For enkelthetens skyld vil denne analysen ta for seg faktiske endringer i WACC og dets påvirkning på den endelige verdien, og ikke endringer i hver enkelt parameter. Ved beregning av avkastningskrav foretar man flere vurderinger, og mye er basert på forutsetninger, noe som gjør at avkastningskravet blir noe usikkert. Følgende er en tabell som viser hvordan markedsverdien av selskapet, og markedsverdien per aksje, forandres ved en 0,1% endring i WACC. Markedsverdi av selskapet står i millioner kroner.

Avkastningskrav	3,82%	3,92%	4,02%	4,12%	4,22%	4,32%	4,42%
Markedsverdi selskap	70 252	69 914	69 578	69 245	68 913	68 583	68 254
Markedsverdi per aksje	68,95	68,62	68,29	67,96	67,63	67,31	66,99

Tabell 15: Sensitivitetsanalyse avkastningskrav

Avkastningskravet vi kom frem til var på 4,12%. Vi ser at ved en 0,3%-poengs reduksjon i avkastningskravet, fra 4,12%, øker markedsverdien med 1,45%. En tilsvarende økning i avkastningskravet reduserer verdien med 1,44%. Med andre ord vil én prosents endring i avkastningskravet medføre en ca. 4,8 ganger større prosentvis endring i verdien. Dette illustrerer at analysen er svært sensitiv til en endring i avkastningskravet.

### 5.3.2 Vekstfaktor

Vi har som tidligere nevnt benyttet oss av en vekstfaktor på to prosent i utregningen av terminalverdien. Terminalverdien blir regnet ut ved hjelp av Gordons formel og vekstfaktor. Etersom terminalverdien er så sentral i verdsettelsen, vil vi nedenfor vise hvordan en endring i vekstfaktoren kan påvirke markedsverdien av selskapet og markedsverdien per aksje. Følgende tabell viser hvordan markedsverdien forandres ved en endring på 0,25% i vekstfaktoren. Markedsverdi av selskapet er angitt i millioner kroner.

Vekstfaktor	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%
Markedsverdi selskap	51 975	56 633	62 274	69 245	78 079	89 641	105 422
Markedsverdi per aksje	51,01	55,58	61,12	67,96	76,63	87,98	103,46

Tabell 16: Sensitivitetsanalyse vekstfaktor

Ved å endre vekstfaktoren fra 2% til 1,25% vil det utgjøre en reduksjon i markedsverdien per aksje på nesten 25%. Dersom vekstfaktoren øker fra 2% til 2,75% vil dette utgjøre en endring på rundt 52%. Vi kan ut ifra dette konstatere at markedsverdien er svært sensitiv for endring i vekstfaktoren. For å verdsette mest mulig nøyaktig vil det altså være viktig å estimere både vekstfaktoren og avkastningskravet korrekt.



## 6 Kritikk

I denne delen vil det diskuteres kritikkverdige momenter ved oppgaven. Det vil bli gjennomført kritikk for hver av analysedelene i oppgaven, altså for strategiske analysen, regnskapsanalysen og den finansielle analysen.

### 6.1 Strategisk analyse

En stor svakhet ved den strategiske analysen er at vi kun har benyttet oss av sekundærdata. For å få et mest mulig representativt bilde, ville det krevd å innhente primærdata i forarbeidet. Dette er ikke gjort. Likevel er svært mye i denne delen av oppgaven hentet fra Orkla sin nettside og den offisielle årsrapporten for 2018. Som sekundærkilder er dette ganske troverdige kilder, da de kommer fra konsernet selv, noe som styrker reliabiliteten. Likevel er det stor sannsynlighet for at de er noe subjektive, noe som gjør at man ikke får et objektivt bilde av Orkla.

En annen svakhet er at vi ikke har tilgang eller kapasitet til å få hundre prosent kunnskap om konsernet, noe som gjør at intern og ekstern analyse blir noe subjektiv ut ifra egne tanker og meninger. For eksempel blir det å vite hvem Orkla ser på som sine store konkurrenter, mye basert på hvilke store merkevarer vi har observert i butikken som ikke eies av Orkla. Dette svekker reliabiliteten i analysen.

### 6.2 Regnskapsanalyse

I regnskapsanalysen er det kun brukt sekundærdata, hentet fra offentlige kilder som Orklas årsrapporter 2015-2018 og proff.no. Vi har ikke vært i kontakt med Orkla personlig for å validere eller innhente informasjon om regnskapstallene. Regnskapet og balansetallene, hentet fra årsregnskapet, som er brukt i oppgaven er likevel lovlig regulert og revidert av en autorisert av en revisor etter norsk lov. Det er derfor naturlig å anta at tallene som er fremstilt i oppgaven viser et rettviseende bilde av Orklas virksomhet, og at nøkkeltallene som er beregnet i oppgaven gir et korrekt grunnlag for videre beregning av markedsverdi. Regnskapsanalysen i oppgaven bør dermed ses å ha høy grad av validitet.

## 6.3 Finansiell analyse

### 6.3.1 *Fundamental verdsettelse*

Den fundamentale analysen inneholder flere svakheter. Ved beregning av WACC, forutsetter blant annet verdsettelsen at gjennomsnittlig egenkapitalandel og gjeldsandel forblir lik i alle årene fremover. Dette er ikke sikkert. I tillegg er avkastningskravet på 4,12% en avrunding, noe som gjør at verdsettelsen, med stor sannsynlighet, vil være noe unøyaktig grunnet avrunding.

Beregning av skatt er også noe unøyaktig. Ettersom Orkla driver virksomhet i flere land i Norden, Baltikum og øvrige verden, blir skattesatsen noe komplisert å beregne. I tillegg har de virksomhet i energi, noe som opptar en annen skattesats enn den ordinære bedriftsskatten. Siden den norske bedriftsskatten ble nedjustert med 1 prosentpoeng i 2019, ble beregningen Orklas fremtidige skattesats gjort ved å nedjustere skattesatsen for 2018 med salgsandelen fra norsk virksomhet ganget med 1 prosentpoeng. En mer nøyaktig metode å gjøre dette på hadde vært å se på de enkelte virksomhetsområdene i hvert land, og deres bidrag til resultatet, for dermed å justere skattesatsen deretter.

En annen svakhet med verdsettelsen er mangelen på bruk av primærdata. Det å finne prognoser på fremtidige kontantstrømmer er en stor utfordring når man ikke har detaljert informasjon fra selskapet om fremtidige planer. Prognosene ble hovedsakelig gjort ved å se på historiske regnskapstall og ved å lete etter informasjon i årsrapporten som gir indikasjoner på bedriftens fremtidige planer. Dette svekker reliabiliteten på de fremtidige kontantstrømmene. På den andre siden, dersom det hadde blitt gjennomført et intervju med Orkla for å høre om deres fremtidsplaner, ville man med stor sannsynlighet ikke fått noen klare svar, da dette ofte er klassifisert informasjon, inntil det presenteres for markedet generelt. Likevel ville et slikt intervju kanskje medført litt mer nøyaktige tall enn det som kom fram av oppgaven, noe som ville styrket reliabiliteten og validiteten.

### 6.3.2 *Markedsbasert verdsettelse*

I denne delen av oppgaven er det estimert verdsettelse av Orkla per 31.12.18. Estimeringen baserer seg på bransjesnitt ved ulike multiplere. Det finnes få virksomheter i Norge som drives på lik måte som Orkla i samme bransje, og det har derfor vært nødvendig å se internasjonalt. For at multiplene skal gi et rettviseende bilde er det nødvendig at virksomheter drives så likt

som mulig. Vi har ikke gått i dybden for å sikre at blant annet regnskapsmetoder for ulike selskaper er identiske, det er heller ikke tatt høyde for ulike skattesatser. Dette kan føre til noe misvisende verdier og bransjesnitt, som har kan ha ført til mindre gode estimater av markedsverdi.

## 7 Konklusjon

Målet med denne oppgaven er å verdsette Orkla ASA per 31.12.2018, og finne den tilhørende aksjekursen. I oppgaven er det gjennomført ulike delanalyser fordelt på tre større analyser; strategisk analyse, regnskapsanalyse og finansiell analyse.

I den strategiske analysen er det gjennomført både eksterne og interne analyser. Disse analysene er VRIO, PESTEL og Porter femkraftsmodell, som er blitt oppsummert i SWOT-analyse. Det er her lagt vekt på Orklas stordriftsfordeler og eierskapet av sterke merkevarer. Likevel er ikke alle varemerkene til Orkla sterkest sammenlignet med konkurrenter på ulike markeder, dette kan forhindre konkurransefordel gjennom kundeinnsikt overfor konkurrentene. Når det kommer til Orklas muligheter for fremtiden legges det vekt på klima og bærekraft. Det er viktig at Orkla posisjonere seg som er bærekraftig alternativ på allerede etablerte markeder, men også i større deler av EU. I oppgaven er det fokusert på at Orklas trusler omhandler nye regelverk og regulering, samt valutakursendringer. En annen trussel kan være etableringen av netthandling. Likevel er det en tydelig mulighet for Orkla til å ekspandere videre da en hver slik endring også innebærer muligheter gjennom effektiv tilpasning.

Regnskapsanalysen viser at lønnsomheten til Orkla er på et tilfredsstillende nivå. Samtidig fremkommer det, fra analysen, at det har vært et fall i lønnsomheten fra 2017 til 2018. Dette er noe som også reflekterer en lavere aksjekurs. Videre finner vi at likviditetsgraden til Orkla er god, noe som er et godt utgangspunkt for videre utvikling. Soliditeten til Orkla er svært god, noe som gjenspeiler et historisk stort og stabilt selskap. Dette gjør at Orkla også er godt rustet for nedgangsperioder og vil tåle tap.

Den finansielle analysen tar utgangspunkt i en diskontert kontantstrømsmetode. Det er denne analysen som vektlegges mest ved verdsettelsen av Orkla. Dette har blitt gjort ved å estimere et avkastningskrav, en vekstfaktor og en prognose av fremtidige kontantstrømmer. Som et resultat av dette har vi kommet frem til en estimert aksjekurs. Oppgavens problemstilling, *“hva er verdien av Orkla per 31.12.2018?”*, er dermed besvart. En aksje i Orkla per 31.12.18 er verdt 67,96 kroner. Til sammenligning var børsverdien 68,04 kroner på samme tidspunkt. Oppgavens estimerte aksjeverdi ligger altså like under den faktiske markedsverdien. Totalt blir selskapets beregnede verdi per 31.12.2018 på 69,2 milliarder kroner.

## 8 Litteraturliste

- Alfnes, F., Schjøll, A. & Dulsrud, A. (2019, 11. Juli). *Kartlegging av utviklingen i butikkstruktur, dagligvareutsalg og dagligvarepriser* (SIFO rapport 5-19). Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/globalassets/departementene/nfd/dokumenter/rapporter/sifo-dagligvarerapport-korrigert-ver.pdf>
- Bergh, T., Espeli, H., & Sogner, K. (2004). *Brytningstider: storselskapet Orkla 1654-2004*. Oslo: Orion Forlag
- Brealey, Richard A., Myers, Stewart C. & Allen Franklin. (2017). *Principles of Corporate Finance 12th Edition*. New York: McGraw Hill
- Bryhn, R og Gram, T. (2020, 5. juni). Orkla ASA. Hentet 29. januar 2020 fra: [https://snl.no/Orkla\\_ASA](https://snl.no/Orkla_ASA)
- Business-to-you. (2016, 18. september). Scanning the Environment: PESTEL Analysis. Hentet 24. Februar 2020 fra: <https://www.business-to-you.com/scanning-the-environment-pestel-analysis/>
- Danmarks nationalbank. (u.å.) Exchange rates. Hentet 24. Februar 2020 fra: [http://www.nationalbanken.dk/en/statistics/exchange\\_rates/Pages/Default.aspx](http://www.nationalbanken.dk/en/statistics/exchange_rates/Pages/Default.aspx)
- E24. (2018, 27. september). Fersk undersøkelse: Mathandelen på nett har stoppet opp. Hentet 24. februar 2020 fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/qn9dWE/fersk-undersokelse-mathandelen-paa-nett-har-stoppet-opp>
- Enkeleksamen. (u.å.). Totalkapitalrentabilitet. Hentet 12 Februar 2020 fra: <https://www.enkeleksamen.no/faglig/totalkapitalrentabilitet-tkr>
- Erichsen, M., Solberg, F. & Stiklestad, T. (2018). *Ledelse i små og mellomstore virksomheter* (2. Utgave). Bergen: Fagbokforlaget
- European Central Bank (2020, 21. Februar). Danske Krone (DKK). Hentet 24. februar 2020 fra: [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/euro\\_reference\\_exchange\\_rates/html/eurofxref-graph-dkk.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-dkk.en.html)
- European Central Bank (2020, 21. Februar). Swedish Krona (SEK). Hentet 24. februar 2020 fra:

[https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/euro\\_reference\\_exchange\\_rates/html/eurofxref-graph-sek.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-sek.en.html)

- Finance Yahoo. (u.å.). Orkla ASA, ORK.OL. Hentet 13. mars 2020 fra:  
<https://finance.yahoo.com/quote/ORK.OL/history?period1=1512086400&period2=1546473600&interval=1d&filter=history&frequency=1d>
- Finansleksikon. (u.å.). Sammenhengen mellom egenkapital-rentabilitet og total kapitalrentabilitet. Hentet 12. februar 2020 fra:  
[https://www.finansleksikon.no/Formelsamling/E/Egenkapital\\_totalkapitalrentabilitet.html](https://www.finansleksikon.no/Formelsamling/E/Egenkapital_totalkapitalrentabilitet.html)
- Finanssans. (2018, 14. juni). Kapitalverdimodellen. Hentet 4 mars 2020 fra:  
<https://finanssans.no/kapitalverdimodellen>
- FN. (2018, 08. september). Latvia. Hentet 24. Februar 2020 fra:  
<https://www.fn.no/Land/Latvia>
- FN. (2018). Korrupsjon. Hentet 24. februar 2020 fra:  
<https://www.fn.no/Statistikk/Korrupsjon>
- FN. (2019, 28. mars). Litauen. Hentet 24. Februar 2020 fra:  
<https://www.fn.no/Land/Litauen>
- FN. (2019, 5. mars). Estland. Hentet 24. Februar 2020 fra:  
<https://www.fn.no/Land/Estland>
- FN. (u.å.) BNP per innbygger i PPP-dollar. Hentet 24. Februar 2020 fra:  
<https://www.fn.no/Statistikk/BNP-per-innbygger-i-PPP>
- FN. (u.å.) BNP per innbygger. Hentet 24. Februar 2020 fra:  
<https://www.fn.no/Statistikk/BNP-per-innbygger>
- Garberg, L., Nymoen, H., Rogers, H., Simonsen, L. (2019). *Verdsettelse av Orkla ASA*. (Bachelorgradsavhandling, NTNU Trondheim). Hentet 2020 fra:  
<https://ntnuopen.ntnu.no/ntnu-xmlui/handle/11250/2601078>
- Innovasjon Norge. (u.å.). Produktkrav. Hentet 25. februar 2020 fra:  
<https://www.innovasjon norge.no/no/verktoy/eksport-og-internasjonalsatsing/landinfo/europa/danmark/eksporthandboken-danmark/produktkrav/>

- Investtech. (u.å.) Finansielle nøkkeltall. Hentet 17.mars 2020 fra:  
[https://www.investtech.com/no/market.php?CountryID=1&p=staticPage&fn=helpItem&tbReport=h\\_FundamentalKPICompany](https://www.investtech.com/no/market.php?CountryID=1&p=staticPage&fn=helpItem&tbReport=h_FundamentalKPICompany)
- Johnson & Johnson. (2019). Annual Report 2018. Hentet 10. mars 2020 fra:  
<http://www.investor.jnj.com/annual-meeting-materials/2018-annual-report>
- Jurevicius, O. (2013, 26. oktober). VRIO Framework. Hentet 5. februar 2020 fra:  
<https://strategicmanagementinsight.com/tools/vrio.html>
- Kristoffersen, T. (2016) *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Lien, L.B., Knudsen, E.S., & Baardsen, T.Ø. (2016), *Strategiboken*. Bergen: Fagbokforlaget
- Nestlé. (2019). *Annual Review 2018*. Hentet 12. februar 2020 fra:  
[https://www.nestle.com/sites/default/files/asset-library/documents/library/documents/annual\\_reports/2018-annual-review-en.pdf](https://www.nestle.com/sites/default/files/asset-library/documents/library/documents/annual_reports/2018-annual-review-en.pdf)
- Nettopp Media AS. (u.å). EV/EBITDA. Hentet 17. mars 2020 fra:  
<https://www.lederkilden.no/ordliste/ev-ebitda>
- Nettopp Media AS. (u.å). Multippel. Hentet 17. mars 2020 fra:  
<https://www.lederkilden.no/ordliste/multippel>
- Nielsen (2020, 20. februar). Lavere vekst i Norsk dagligvarehandel i 2019. Hentet 11. mars 2020 fra: <https://www.nielsen.com/no/no/insights/article/2020/lavere-vekst-i-norsk-dagligvarehandel-i-2019/>
- Norges Bank (u.å.) Mål og virkemidler i pengepolitikken. Hentet 13. mars 2020 fra:  
<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Mandat-oppgaver-pengepolitikk/>
- Norges Bank. (2020, 21. februar). Valutakurser. Hentet 24. februar 2020 fra:  
<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=EUR>
- Norges Bank. (u.å). Statsobligasjoner årsgjennomsnitt. Hentet 4. mars 2020 fra:  
<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Norgesgruppen. (2018). Egne merkevarer - venn eller fiende? Hentet 5. februar 2020 fra: <https://www.norgesgruppen.no/presse/artiklar/forbruker-i-fokus/emv-egne-merkevarer--venn-eller-fiende/>

- Norum, H. & Kråkenes C. (2018, 8. Februar). Salgsrekord for frossenpizza. *NRK*. Hentet 5. februar 2020 fra: <https://www.nrk.no/norge/salgsrekord-for-frossenpizza-1.13905278>
- NRK. (u.å). Coop kjøper ICA Norge. Hentet 15. April 2020 fra: <https://www.nrk.no/nyheter/coop-kjoper-ica-norge-1.11969437>
- Næringslivets Hovedorganisasjon. (u.å.). Selskapsskatt. Hentet 25. februar 2020 fra: <https://www.nho.no/tema/skatter-og-avgifter/artikler/selskapsskatt/>
- Næringslivets Hovedorganisasjon. (u.å.). Sukkeravgiften påvirker grensehandel. Hentet 11. mars 2020 fra: <https://www.nho.no/regionkontor/nho-viken-oslo/artikkelarkiv/sukkeravgiften-pavirker-grensehandel/>
- Orkla Ventures. (u.å). We are Orkla Ventures. Hentet 12. februar 2020 fra <http://orklaventures.com/about-orkla-ventures/>
- Orkla. (2019). *Årsrapport*. (2018). Hentet 2020 fra: <http://hugin.info/111/R/2238609/886257.pdf>
- Orkla. (2019, 5. mai). Jaan Ivar Semlitsch ny konsernsjef i Orkla. Hentet 5. Februar 2020 fra: <https://www.orkla.no/news/jaan-ivar-semmitsch-ny-konsernsjef-orkla/>
- Orkla. (u.å.). Konsernledelsen. Hentet 5. februar 2020 fra: <https://www.orkla.no/om-oss/nokkelpersoner/konsernledelsen/>
- Orkla. (u.å.). Om oss. Hentet 29 januar 2020 fra: <https://www.orkla.no/om-oss/>
- Orkla. (u.å). Viktige hendelser. Hentet 29. januar 2020 fra: <https://www.orkla.no/om-oss/historie/viktige-hendelser/>
- Oslo Børs. (u.å.). Hovedindeksen. Hentet 4. mars 2020 fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSEBX.OSE/overview>
- Oslo Børs. (u.å.). Orkla. Hentet 4. mars 2020 fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/ORK.OSE/overview>
- Patentstyret. (2019, 26. juli). Merkevare. Hentet 26. mars 2020 fra: <https://www.patentstyret.no/ord-og-uttrykk/merkevare/>
- Porter, Michael. (2008, januar). The Five Competitive Forces That Shape Strategy. *Harvard Business Review*.
- Procter & Gamble. (2020). Annual Report 2019. Hentet 12. februar 2020 fra: <https://www.pg.com/annualreport2019/index.html#/>



- Proff.dk. (2019). Groms Pizza. Hentet 12. Mars 2020 fra:  
<https://www.proff.dk/regnskab/gorms-pizza/kastrup/tobak/GPV4C9I01Q3/>
- Proff.no. (2019). Orkla ASA. Hentet 2. februar 2020 fra:  
<https://www.proff.no/regnskap/orkla-asa/oslo/hovedkontortjenester/IF28HFJ10NZ/>
- PwC. (2018, desember). Risikopremien i det Norske Markedet. Hentet 4. Mars 2020 fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/PwC-risikopremie-2018.pdf>
- Regeringen. (2013, 3. april). Bedrift i Europa. Hentet 25. februar 2020 fra:  
<https://www.regjeringen.no/no/tema/europapolitikk/fakta-115259/bedrift-i-europa/id685167/>
- Regjeringen (2018, 8. oktober) Skattesatser 2019. Hentet 18. mars 2020 fra  
<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2019/id2614444/>
- Sirnes, E. (2018). Arbeidskapital. Hentet 12. februar 2020 fra:  
<https://snl.no/arbeidskapital>
- Statistisk Sentralbyrå. (2017, 23. august). Hva er egentlig BNP?. Hentet 24. februar 2020 fra: <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/hva-er-egentlig-bnp>
- Statistisk Sentralbyrå. (2019, 17. desember). BNP per innbygger, prisnivåjustert. Hentet 24. februar 2020 fra: <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/statistikker/ppp/aar>
- Sundbye, L. (2017, 4. oktober). Forhold til konkurrenter. Hentet 24. februar 2020 fra:  
<https://ndla.no/nb/subjects/subject:7/topic:1:183193/topic:1:84505/resource:1:73466>
- Toll. (2019, 24. september). § 9-2 Generelle tollnedsettelse på landbruksprodukter. Hentet 15. april 2020 fra: <https://www.toll.no/no/verktoy/regelverk/tollabc/9/9-2/>
- Trading Economics. (2020). List of Countries by Corporate Tax Rate Europe. Hentet 25. februar 2020 fra: <https://tradingeconomics.com/country-list/corporate-tax-rate?continent=europe>
- Unilever PLC. (2019). Annual Report 2018. Hentet 10. mars fra:  
[https://www.unilever.com/Images/unilever-annual-report-and-accounts-2018\\_tcm244-534881\\_en.pdf](https://www.unilever.com/Images/unilever-annual-report-and-accounts-2018_tcm244-534881_en.pdf)

- Wikipedia. (2018, 12. januar). Orkla Mining Company. Hentet 29. januar 2020 fra:  
[https://en.wikipedia.org/wiki/Orkla\\_Mining\\_Company](https://en.wikipedia.org/wiki/Orkla_Mining_Company)

