

HØGSKOLEN I OSLO
OG AKERSHUS

HVA ER VERDIEN AV ORKLA ASA PR. 31.12.2015?

Bacheloroppgave 2017

Bachelorstudium i Økonomi og administrasjon

Handelshøgskolen ved HiOA

Veileder: Torunn Drage Roti

Av Elin Andersson (623) og Peter Finden Bamrud (658)

1 Sammendrag

Formålet med denne oppgaven er å estimere verdien av Orkla ASA er pr. 31.12.2015.

Først presenteres selskapet og bransjen kort for å gi et innblikk i hva som skal vurderes og for å legge grunnlaget for videre analyse. Det finnes flere ulike verdivurderingsmetoder som kan benyttes, og disse blir presentert kort før vårt valg av diskontert kontantstrømmetode begrunnes i at denne gir høy detaljgrad og er et utgangspunkt for flere andre metoder.

Orklas finansielle stilling blir belyst gjennom en regnskapsanalyse der relevante nøkkeltall fra årene 2011-2015 gjennomgås. Deretter analyseres selskapets strategiske posisjon ved hjelp av rammeverkene PESTEL, Porters fem konkurransekrefter og VRIO. Disse analysene danner grunnlag for å estimere fremtidige kontantstrømmer, som neddiskonteres ved hjelp av et beregnet avkastningskrav for å komme frem til en virksomhetsverdi. Etter justering for netto finansielle eiendeler og gjeld kommer vi frem til en verdi av egenkapitalen på 83,5 mrd. NOK. Dette samsvarer med markedets vurdering av selskapet representert ved børsverdien, som pr. 11.05.2017 var 83,1 mrd. NOK.

For å kvalitetssikre resultatene i hovedmetoden utføres det en markedsbasert verdivurdering ved hjelp av multipler som gir verdier rundt 79 mrd. NOK. For å undersøke hvor sensitiv verdien er for endring i de underliggende parameterne gjennomføres en statisk sensitivitetsanalyse samt en Monte Carlo simulering, som sammen viser at det er usikkerhet knyttet til enkelte parametere. Resultatene viser at vår estimerte verdi ligger innenfor et rimelig intervall i forhold til både den forventede og gjennomsnittlige verdien på henholdsvis 80 og 82 mrd. NOK.

2 Forord

Denne oppgaven er det avsluttende arbeidet i vår bachelorgrad innenfor økonomi og administrasjon hos Handelshøyskolen ved Høgskolen i Oslo og Akershus. Forfatterne har begge bedriftsøkonomisk analyse som profilvalg, og det var derfor naturlig å skrive en oppgave av finansiell karakter.

Bakgrunnen for å velge en verdivurdering som tema for vår bacheloroppgave var en felles interesse for området, hvor vi har blitt gitt mulighet til å bruke flere fagområder og kunnskap vi har ervervet gjennom studiet.

Vi ønsket et stort, norsk, børsnotert selskap, for å kunne ta del av mest mulig offentlig informasjon som et slikt selskap tilbyr. Orkla skilte seg tidlig ut da de er det sjette største børsnoterte selskapet i Norge, og vi har en felles interesse og tilknytting til dagligvare og retail.

Avslutningsvis ønsker vi å takke vår veileder Torunn Drage Roti, samt Einar Belsom ved Handelshøyskolen ved HiOA. Deres bidrag til denne oppgaven har vært uvurderlige, med god støtte, kritiske spørsmål, konstruktive tilbakemeldinger og faglig kompetanse.

Oslo, 08.04.2017

Elin Andersson

Peter Bamrud

Innhold

1	Sammendrag.....	1
2	Forord	2
3	Introduksjon til selskapet og bransjen	5
3.1	Selskap.....	5
3.2	Bransje	8
4	Verdsettelsesmetoder	9
4.1	Inntjeningsbasert	10
4.2	Balansebasert	11
4.3	Kostnadsbasert.....	11
4.4	Markedsbasert	11
4.5	Opsjonsbasert	12
4.6	Valg av metode.....	12
5	Regnskapsanalyse	13
5.1	Lønnsomhet	13
5.2	Likviditet	16
5.3	Soliditet	17
6	Strategisk analyse	18
6.1	Ekstern analyse.....	18
6.1.1	PESTEL	19
6.1.2	Porters fem konkurransekrefter.....	22
6.2	Intern analyse	29
6.2.1	VRIO	29
6.3	Sammendrag.....	34
7	Estimering av kontantstrømmer	34
7.1	Inntekter.....	35
7.2	Kostnader.....	39
7.3	Driftsmargin – EBIT	39

7.4	Avskrivninger	41
7.5	Investeringer	41
7.6	Skatt	42
7.7	Endring i arbeidskapital	43
8	Estimering av avkastningskrav	45
8.1	Avkastningskrav til egenkapitalen	45
8.2	Avkastningskrav til gjeld	50
8.3	WACC	52
9	Estimering av verdi av egenkapitalen	52
10	Alternativ verdsettelse	55
11	Sensitivitetsanalyse	60
11.1	Statisk sensitivitetsanalyse	60
11.2	Monte Carlo simulering	64
12	Konklusjon	67
13	Bibliografi	68
14	Vedlegg	72

3 Introduksjon til selskapet og bransjen

I dette kapittelet introduseres Orkla ASA (heretter kalt Orkla) og deres forretningsområder. Det sees kort på hvordan Orkla har blitt det selskapet de er i dag, men hovedfokuset ligger på dagens situasjon. Videre vil bransjen, som Orkla opererer innenfor, defineres, og i den sammenheng blir det også naturlig å kartlegge mulige konkurrenter og referanseselskaper. Disse er en viktig del av den strategiske analysen, og brukes aktivt i flere verdivurderingsmetoder.

3.1 Selskap

Orkla er et av Norges største aksjeselskaper og er «en ledende leverandør av merkevarer og konseptløsninger til dagligvarehandel, faghandel, storhusholdning og bakerimarkedet». Hovedfokuset til Orkla er forbruksvarer gjennom sine forretningsområder Orkla Foods, Orkla Confectionery & Snacks, Orkla Care og Orkla Food Ingredients. Investeringer som ikke inngår i merkevarevirksomheten er samlet under Orkla Investments, blant annet eierinteresser i Sapa og Jotun (Oslo Børs, 2016; Orkla ASA, u.d.a).

Orkla er hovedsakelig basert i Norden, hvor cirka 70 % av de totale salgsinntekter stammer fra. Selskapet har også ekspandert utover i Europa de seneste årene. De styrket blant annet sine posisjoner i Baltikum og Sentral-Europa gjennom oppkjøpet av latviske NP Foods og tsjekkiske Hamé som begge har sterke lokale posisjoner innenfor flere merkevarer (Ibid.).

Geografisk område	Salgsinntekter i %
Norge	35,30 %
Sverige	22,30 %
Danmark	10,40 %
Finland og Island	7,40 %
Baltikum	5,00 %
Øvrige	19,60 %

Figur 1: Geografiske segmenter, Orkla

Historie

Orkla ble opprettet som et gruveselskap for over 350 år siden og er med det et av de eldste selskapene i Norge. De ble børsnotert i 1929 og startet med å bygge opp investeringsporteføljen i 1941.

På starten av 80-tallet begynte selskapet å diversifisere sin virksomhet til områder som media og kjemikalier, samt å ha et tydeligere fokus på merkevarer. I 1986 fusjonerte de med kjemikalieselskapet Borregaard og i 1991 med merkebareselskapet Nora, som dannet plattformen for datidens strategiske satsning og navnebytte til Orkla.

På slutten av 90-tallet skaffer Orkla seg eierinteressen i store nordiske selskaper som svenske Abba Seafood og norske Ringnes Bryggerier. I 2011 ble det besluttet at det strategiske fokusområdet skulle være merkevareporteføljen, hvoretter de solgte seg ut av selskaper og investeringer som ikke inngikk i denne.

De siste fem årene har denne strategiske satsningen resultert i oppkjøp av blant annet merkebareselskapene Rieber & Søn (2012), Jordan (2012), NP Foods Group (2014) og Cederroth (2015) (Orkla, 2016a).

Forretningsområder

For å få et bedre overblikk over omfanget av selskapet, presenteres de ulike forretningsområdene til Orkla.



Figur 2: Konsernstruktur (Orkla, u.d.a)

Orkla Foods

Dette er selskapets største område med en inntekt på 13,25 mrd. NOK i 2015, noe som tilsvarer cirka 40 % av totale driftsinntekter. De hadde en organisk vekst i 2015 på 3,9 %. Orkla Foods omfavner all matvarevirksomhet i konsernet og operer blant annet innenfor kategoriene ferdigmat, saft, pizza, sauser, pålegg, sjømat og syltetøy.

Blant merkevarene finner man blant annet Toro, Idun, Stabburet, Felix, Abba og Grandiosa.

Orkla Confectionery & Snacks

Området omsatte for 5,8 mrd. NOK i 2015, noe som tilsvarer 17 % av totale driftsinntekter. Denne avdelingen oppnådde en organisk vekst tilsvarende 3,5 %. Porteføljen består av sterke merkevarer innen kjeks, potetgull og godteri.

Blant merkevarene finner man blant annet Nidar, OLW, Ballerina og Stratos.

Orkla Care

17 % av totale driftsinntekter kommer fra dette forretningsområdet, tilsvarende 5,5 mrd. NOK i 2015. Dette er Orkla sitt eneste forretningsområde som hadde negativ organisk vekst på -0,7 %. De opererer innenfor helse, velvære, rengjøring og tekstiler.

Blant merkevarene finner man blant annet Jif, Zalo, Nutrilett og Pierre Robert.

Orkla Food Ingrediens

Salgsinntektene i dette området var 7,6 mrd. NOK i 2015, som utgjør 23 % av totale driftsinntekter. De hadde i likhet med både Foods og Confectionery & Snacks en økning i organisk vekst på cirka 3,4 %. De er Nordens ledende leverandør innenfor bakeriingredienser og har sterke merkevarer som blant annet Idun, Odense og KronJäst.

Orkla Investments

De resterende 3 % av totale driftsinntekter stammer fra Orkla sine investeringer utenfor kjerneområdet. Dette området består av:

- Hydro Power (100 % eierandel): Kraftproduksjon.
- Jotun (42,5 % eierandel): Et av verdens største selskaper innen maling og lakkering.
- Sapa (50 % eierandeler): Markedsledende produsent av bearbeidet aluminiumprofiler.

- Eiendom og andre finansielle eiendeler: Drift, utvikling og salg av eiendommer utenfor Orkla sin industrivirksomhet, samt andre finansielle eiendeler. Bokført verdi av eiendommene var 1,8 mrd. NOK og markedsverdien på aksjeporteføljen var 1,4 mrd. NOK, pr 31.12.2015.

3.2 Bransje

I 2011 uttrykte Orkla at «selskapet ville endre sitt strategiske fokus til merkevarer, og at aksjeporteføljen, som består av Rec, Borregaard og Sapa er utenfor selskapets fremtidige vekstområde» (Nilsen, 2011). Driftsinntektene pr. 31.12.2015 indikerer at dette økte fokuset har hatt praktisk betydning, da hele 97 % av de totale driftsinntektene kan kobles til kjerneområdene. Dette kan sammenlignes med 41 % andel av totale driftsinntekter i 2010 (Orkla, 2010). Det er derfor naturlig å fokusere på denne delen av virksomheten når vi nå skal se nærmere på bransjeforholdene de operer innenfor.

Det å definere en spesifikk bransje for et selskap som Orkla, kan på mange måter være utfordrende da deres forretningsområde strekker seg over fler enn et spesifikt segment. Mange vil nok være enige i at det kan være et ganske stort spenn mellom pizza og oppvaskmiddel, men samtlige av Orklas produkter kan allikevel samles under fellesbetegnelsen «Fast-Moving Consumer Goods» (heretter kalt FMCG). Dette defineres av Capstone Encyclopedia of Business som «*branded goods that are turned over quickly*», som på norsk kan oversettes til forbruksvarer som selges og forbrukes med høy omløpshastighet (2003, 166).

Den internasjonale FMCG-bransjen domineres hovedsakelig av store internasjonale aktører som Nestlé, Unilever, Procter&Gamble, General Mills, Danone og Mondelez. Disse vil i varierende grad ligne på Orkla, både når det gjelder segmentering og strategisk geografisk posisjon. Orkla er ikke en tilsvarende internasjonal aktør, men dominerer derimot det nordiske markedet.

Disse selskapene vil benyttes som referanseselskaper videre i oppgaven. Optimalt sett bør referanseselskapene være sammenlignbare når det kommer til forhold som for eksempel strategi, størrelse, vekstmuligheter, skattenivå osv. (Kaldestad og Møller, 2015, 237). De seks referanseselskapene som er valgt ut vil skille seg ut både når det kommer til størrelse og geografisk profil, samt andre forhold som er påvirket av disse. Siden det er vanskelig å finne nordiske selskaper i samme størrelse og med samme profil som Orkla, har vi måttet ta en avveining mellom geografi, størrelse og strategi.

Vår vurdering er at geografi har fått mindre betydning i dagens globaliserte verden, mens forhold som strategisk fokus og porteføljesammensetning vil være mer betydningsfulle.

Siden Orkla sin uttalte strategi er «å styrke posisjonen som et ledende merkevarerelskap med Norden og Baltikum som hovedmarkeder» er det derfor naturlig å fokusere bransjeanalysen på nettopp disse geografiske områdene og de forhold som råder der (Orkla, u.d.b).

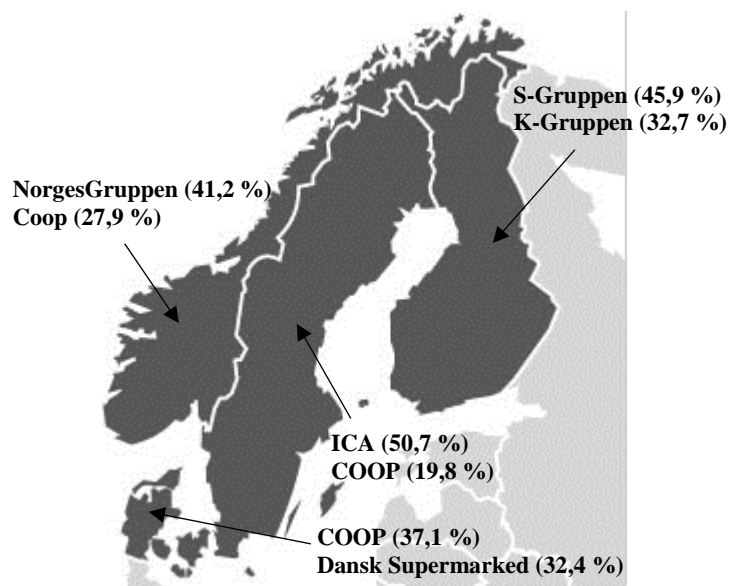
Hovedvekten av bransjens produkter distribueres gjennom dagligvaremarkedet som i Norden er preget av få, men store kjeder. Her innehar to aktører pr. land så mye som 70 % av total markedsandel nasjonalt, noe som gjør deres posisjon betydelig (DLF, 2016).

En annen tendens knyttet til kjedenes makt er at man de siste årene har fått økt konkurranse fra kjedenes egne merkevarer (EMV), som bidrar til økt press for merkevareleverandørene.

Disse forholdene vil belyses ytterligere i kapittel 5, Strategisk analyse.

4 Verdssettelsesmetoder

Det finnes ulike metoder som brukes når man skal verdsette et selskap. Dette kapittelet gir en kort introduksjon til noen av metodene som kan benyttes, samt fordeler og ulemper med de forskjellige. I denne fremstillingen er det tatt utgangspunkt i rammeverket som Kaldestad og Møller presenterer i boken *Verdivurdering*, utgitt i 2015. Det fokuseres på hovedgrupperingene av metoder, da det finnes flere varianter innenfor hver kategori som bygger på hverandre.



Figur 3: To største Skandinavia (DLF, 2016)

4.1 Inntjeningsbasert

Inntjeningsbaserte metoder tar utgangspunkt i selskapets kontantstrømmer, og verdien til et selskap er lik nåverdien av forventede fremtidige kontantstrømmer.

Fremgangsmåten kan oppsummeres i følgende steg:

1. Lage en prognose på fremtidige kontantstrømmer
2. Estimere avkastningskrav
3. Å diskontere de estimerte kontantstrømmene til dagens verdi ved hjelp av følgende formel:

$$Verdi = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Kontantstrøm}{(1+avkastningskrav)^t}$$

Dersom kontantstrømmen er konstant eller vokser jevnt i perioden kan Gordons vekstformel benyttes for å beregne verdien: $\frac{Kontantstrøm}{(Avkastningskrav-vekstfaktor)}$

Det finnes flere varianter av inntjeningsbasert metode, som i hovedsak skiller seg fra hverandre gjennom forskjellige prognose- og beregningsmetoder.

Kaldestad og Møller benytter seg av diskontert kontantstrømmetode (DCF) som hovedmodell. Her benyttes EBITDA som et estimat på kontantstrømmen fra underliggende drift. Verdien på selskapet vil være nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm.

Inntekter
- Kostnader
= EBITDA
- Avskrivninger
= EBIT
- Skatt på EBIT
= Driftsresultat etter skatt
+ Avskrivninger
- Investeringer
+/- Endring i arbeidskapital
= Fri kontantstrøm

$$EV = \frac{FCF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+WACC)^n}$$

Fordelen med denne metoden er at EBITDA er et tilgjengelig nøkkeltall som gir et godt estimat på underliggende drift. Metoden er mer detaljert og nøyaktig sammenlignet med forenklete modeller, noe som også kan gjøre den tidskrevende.

Normalresultatmodellen tar utgangspunkt i et normalt år for å så beregne verdien utfra den forutsetningen om at denne kontantstrømmen vil være representativ for fremtidige år. Metoden er en forenkling av frikontantstrømmmodellen da man ikke trenger å estimere samtlige år, samtidig som den blir mindre nøyaktig. Dividendemodellen tar utgangspunkt i nåverdien av fremtidige dividendeutbetalinger til aksjonærene for å beregne verdien på selskapet. Metoden er enkel å benytte, men forutsetter konstant utbytte politikk og er historisk sett lite brukt i Norge grunnet lave utbytter (Dahl og Thoresen, u.d.).

4.2 Balansebasert

I denne tilnærmingen bestemmes verdien av et selskap gjennom å se på hva eiendelene i selskapet potensielt kan selges for i dag, for så å justere for verdien av gjeld og skatt ved et eventuelt salg.

Denne metoden er enkel å bruke, men det kan være utfordrende å finne virkelig verdi på enkelte eiendeler, spesielt der det ikke eksisterer likvide markeder. I tillegg kan verdien bli misvisende da den baserer seg på eiendeler og ikke selve driften av selskapet. Denne metoden vil være uhensiktsmessig å bruke for selskaper med store verdier i immaterielle eiendeler, som er vanskelige å verdsette.

4.3 Kostnadsbasert

Verdien av et selskap baserer seg på gjenanskaffelsesverdi, og det faktum at en potensiell kjøper ikke er villig til å betale mer for en eiendel enn det ville kostet å kjøpe tilsvarende eiendel for, i markedet. Verdien på selskapet er derfor summen av eiendelenes gjenanskaffelsesverdi.

En ulempe med denne metoden er at verdien på noen eiendeler vil variere over tid og derfor vil verdivurderingen kunne bli sterkt preget av tidspunktet. Samme utfordring som i den balansebaserte tilnærmingen vil være gjeldende når det kommer til eiendeler som er vanskelige å verdsette eller det ikke finnes noen likvide markeder.

4.4 Markedsbasert

Markedsbasert tilnærming tar utgangspunkt i å estimere verdien av et selskap, basert på den relative prisingen av sammenlignbare selskaper. Det tas altså utgangspunkt i en observert markedsverdi for et annet selskap og forutsetter at dette også vil være gjeldende for selskapet som skal verdivurderes.

For å finne en multiplere henter man ut relevante nøkkeltall som for eksempel EBITDA, resultat før skatt eller omsetning, for så å se på forholdet mellom disse og prisen på det sammenlignbare selskapet. Den relative prisen fremkommer ved å kombinere denne multiplere med tilsvarende nøkkeltall for gjeldene bedrift.

Fordelene med å bruke multipler kan være at det er et enkelt alternativ til en fullstendig verdsettelse når man har begrenset med tid og ressurser. I og med at markedsverdier av andre selskaper benyttes, sier dette noe om hva markedet er villig til å betale for tilsvarende selskaper. Dette vil ikke fremkomme i for eksempel nåverdimetoden, der verdien baserer seg på underliggende drift og ikke faktisk betalingsvillighet.

Noen av ulempene med multipler er også her enkelheten – den kan være nokså unøyaktig og inneholde liten detaljgrad. Selv om markedet har estimert prisen på et sammenlignbart selskap i dag, er det ikke sikkert at markedet kjenner til de underliggende verdidriverne i selskapet, for eksempel strategisk satsning eller muligheter for fremtidig vekst.

Noen multipler vil være mer relevante i en bransje enn andre, for eksempel vil det være lite hensiktsmessig å bruke pris/bok i en bransje som er sterkt preget av immaterielle eiendeler. Det kan også lønne seg å bruke flere ulike multipler, for å så bruke et gjennomsnitt eller median. Andre problemer som man kan støte på, er å finne gode sammenlignbare selskaper.

4.5 Opsjonsbasert

Denne metoden bruker ofte som et supplement, eller en videreføring av nåverdimetoden. Verdien i den opsjonsbaserte metoden er gitt av nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i et statisk scenario (her kan for eksempel den tradisjonelle nåverdimetoden brukes), men man har korrigert verdien for den estimerte verdien av fleksibilitet (Tvedt, 2000).

$$V_0 = V_{\text{statisk}} + \text{nåverdi av særlig fleksibilitet}$$

4.6 Valg av metode

Valg av verdsettelsesmetode avhenger av flere forhold både når det gjelder selskapet man skal verdsette, men også tilgang på informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet. Alle metoder har sine fordeler og ulemper, spesielt knyttet til tidsbruk og detaljgrad (Kaldestad og Møller, 2015, 33).

Orkla et stort, børsnotert selskap som gjør at tilgangen på offentlig informasjon er rikelig. Denne verdsettelsen tar utgangspunkt i en såkalt «outside-in» metode, som baserer seg på offentlig informasjon og publiserte regnskap, samt begrenset tilgang på intern informasjon (Helge Nordahl, forelesning REV3100, 22.08.2016). I forhold til tidsaspektet har vi cirka fem måneder til disposisjon, noe som gjør oss i stand til å velge en modell som er mer tidkrevende, og som da kan gi bedre detaljgrad og pålitelighet.

Ifølge Kaldestad og Møller bør man optimalt sett velge flere metoder i en verdsettelse. Videre mener forfatterne at inntjeningsbaserte og markedsbaserte tilnærmingene gir de mest pålitelige svarene, og optimalt sett bør man strebe etter å kombinere disse to. De poengterer også at mange av de andre metodene er avledet fra den inntjeningsbaserte metoden og at det derfor kan være hensiktsmessig å velge denne.

Med bakgrunn i dette velges diskontert kontantstrømmetode som hovedmetode i verdsettelsen av Orkla ASA. Den markedsbaserte metoden vil også brukes som et supplement for å undersøke rimeligheten i verdien estimert ved hjelp av DFC-modellen.

5 Regnskapsanalyse

For å danne et bilde av selskapets situasjon, belyser dette kapittelet noen relevante nøkkeltall. En grunnforutsetning for å estimere fremtidige kontantstrømmer er at selskapet har en finansiell stilling som gjør at det finnes grunnlag for fortsatt drift. Alle tall er hentet fra Thomas Reuters Eikon.

5.1 Lønnsomhet

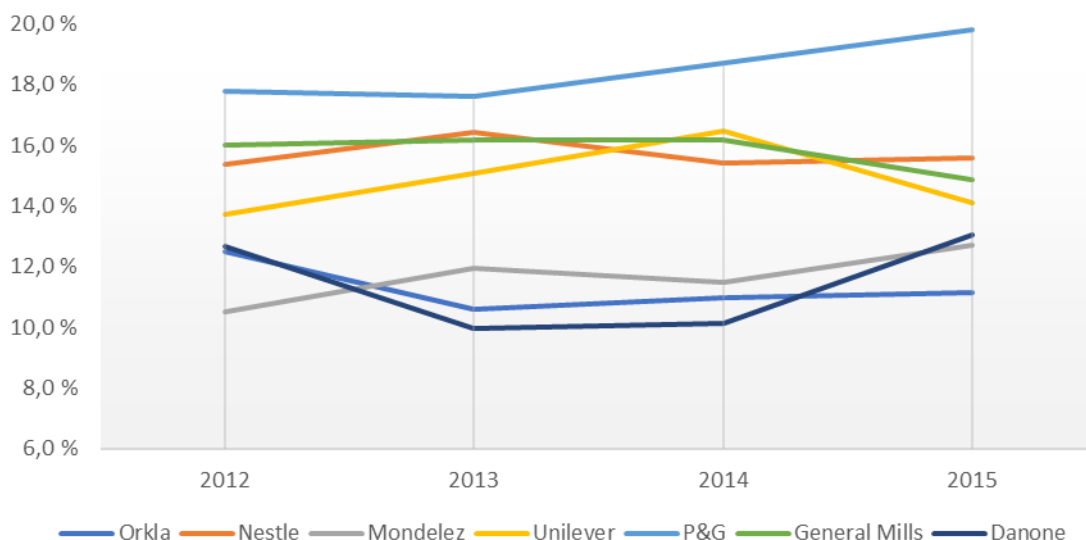
Driftsmargin

Driftsmarginen er en av de mest utslagsgivende nøkkeltallene i DCF-modellen og et godt utgangspunkt for å se på lønnsomheten i den underliggende driften til selskapet.

Marginen har holdt seg relativt jevn de siste årene, noe som tyder at selv om inntektene svinger klarer Orkla å justere kostnadene tilsvarende. Dermed kan det antas at mesteparten av driftskostnadene er variable, noe som ikke er helt unaturlig for en produksjonsbedrift med stor andel av kostnadene knyttet til varekretsløpet.

Orkla	2011	2012	2013	2014	2015
Margin	10,4 %	12,5 %	10,6 %	11,0 %	11,2 %

Når man analyserer marginen i bransjen merker vi oss at Orkla har relativt lav margin. Dette kan være en følge av at selskapet opererer i flere markeder som i all hovedsak kan klassifiseres som høykostland. Hvis man analyserer kostnadsnivået i bransjen, så ser vi at varekostnadene er forholdsvis like, mens lønn og andre kostnader skiller selskapene fra hverandre.



Figur 4: Driftsmargin, Orkla m/konkurrenter

Return on invested capital

Return on invested capital (heretter kalt ROIC) eller avkastning på sysselsatt kapital måler verdiskapningen til selskapet. Dette nøkkeltallet angir hvor mye hver investert krone kaster av seg fra driften. Vekst isolert skaper ikke verdi hvis man ikke klarer å gjøre investeringer som gir en avkastning som er høyere en avkastningskravet. Rentabiliteten er derfor tilfredsstillende dersom ROIC overstiger avkastningskravet (Kaldestad og Møller, 2015, 88).

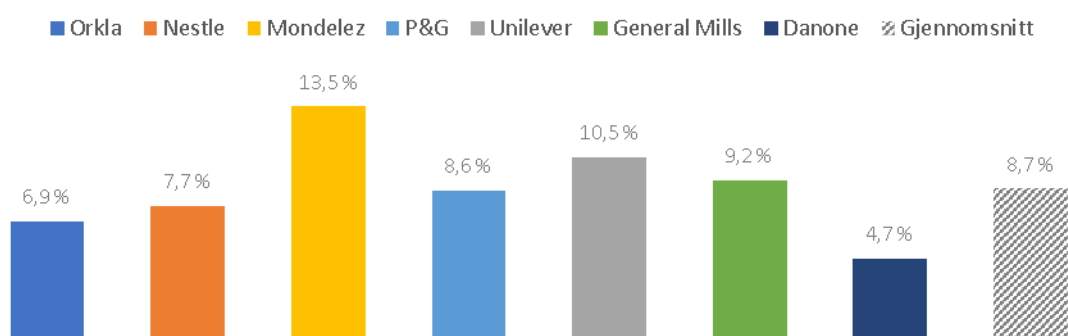
Orkla	2011	2012	2013	2014	2015
ROIC	4,7 %	6,1 %	5,8 %	7,5 %	7,5 %

Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten (heretter kalt TKR) viser hvor mye kapitalen man har anskaffet, representert ved gjeld og egenkapital, har kastet av seg. Nøkkeltallet forteller altså hvordan selskapet har forvaltet pengene som kapitallyterne har skutt inn. TKR bør oversi lånerenten, siden selskapet ønsker å tjene penger på de lånte midlene. Dersom lånerenten er høyere enn TKR, tilsier dette at det koster mer å låne pengene enn hva de faktisk kaster av seg. Totalkapitalrentabiliteten kan dekomponeres i resultatgrad og kapitalens omløpshastighet. Resultatgraden viser hvor stort resultatet er, i forhold til salgsinntektene. Kapitalens omløpshastighet handler om hvor effektivt en bedrift utnytter den investerte kapitalen, representert ved totale eiendeler (Sending, 2014, 315-317).

Orkla	2013	2014	2015
Kapitalens omløpshastighet	0,51	0,58	0,64
Resultatgrad	4,0 %	6,7 %	10,8 %
Totalkapitalrentabilitet	2,0 %	3,9 %	6,9 %

Orkla har forbedret sin totalkapitalrentabilitet betraktelig de siste årene, fremfor alt gjennom økt resultatgrad. Siden ulike bransjer er mer eller mindre kapitalintensive kan man ikke si noe om hvorvidt et tall er tilfredsstillende, men må sammenligne med tall fra andre selskaper i bransjen. Her ligger Orkla noe under i forhold til de sammenlignbare selskapene.



Figur 5: Totalkapitalrentabilitet, pr 2015

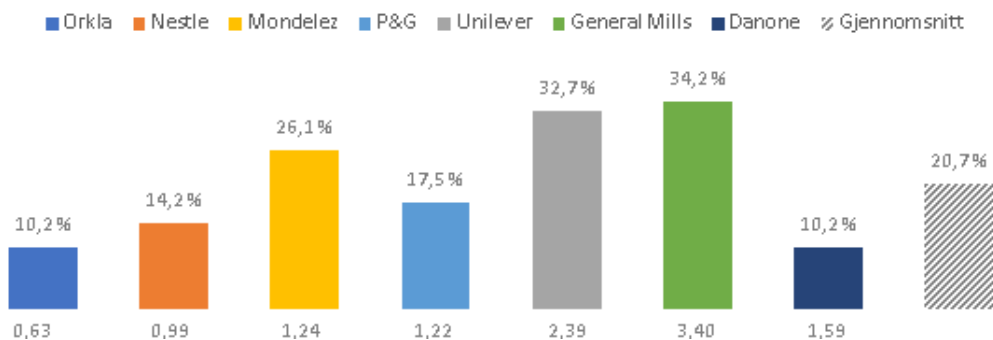
Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten (heretter kalt EKR) viser hvor mye kapitalen som tilhører eierne, representert ved egenkapital, har kastet av seg. Dette nøkkeltallet viser derfor ikke et helhetsbilde av verdiskapningen i selskapet, men ser mer isolert på eierinteressene. EKR bør være høyere enn lånerenten og TKR, da egenkapital er usikret og er derfor er forbundet med høyere grad av risiko enn gjeld (Sending, 2013, 453).

Orkla (mill. NOK)	2013	2014	2015
Ordinært resultat før skatt	690	1 659	3 295
Gjennomsnittlig egenkapital	30 330	30 769	32 194
Egenkapitalrentabilitet	2,3 %	5,4 %	10,2 %

Orkla har hatt en god utvikling også her, grunnet økende resultater de siste årene.

Som nevnt tidligere vil en høyere totalkapitalrentabilitet enn lånerenten bety at selskapet tjener på de lånte pengene. Långiverne har en fast godtgjørelse mens all avkastning utover denne tilfaller eierne. Dette gjør at avkastningen til eierne, eller EKR, vil kunne bli svært høy dersom TKR er større enn lånerenten og belåningsgraden er høy (Sending, 2013, 453-455). Som figuren under viser har alle de sammenlignbare selskapene høyere EKR enn Orkla. Spesielt Unilever og General Mills skiller seg ut med en høyere giring. Dette vil si at selskapene er finansiert med vesentlig andel gjeld.



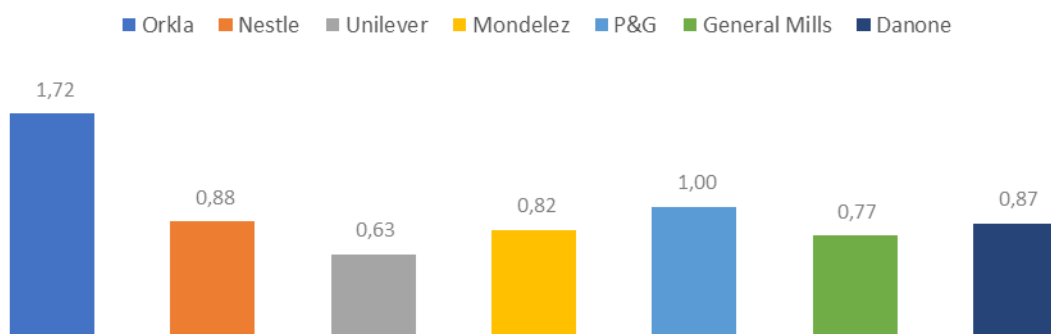
Figur 6: Egenkapitalrentabilitet med gjeldsgrad under figur, pr 2015

5.2 Likviditet

Likviditet sier noe om hvorvidt man har midler til å dekke sine løpende forpliktelser etter hvert som de forfaller. Det er en viktig forutsetning for fremtidig drift at selskapet klarer å betale sine forpliktelser i tide.

Orkla (mill. NOK)	2011	2012	2013	2014	2015
Omløpsmidler	29 939	34 137	14 020	13 004	13 010
Kortsiktig gjeld	13 341	14 322	9 925	6 599	7 579
Likviditetsgrad 1	2,24	2,38	1,41	1,97	1,72

I Orkla sitt tilfelle har denne vært synkende, fordi omløpsmidlene har blitt betydelig redusert fra 2012. Selv om kortsiktig gjeld også har blitt redusert, har denne ikke sunket med tilsvarende hastighet som omløpsmidler.



Figur 7: Likviditetsgrad 1, pr 2015

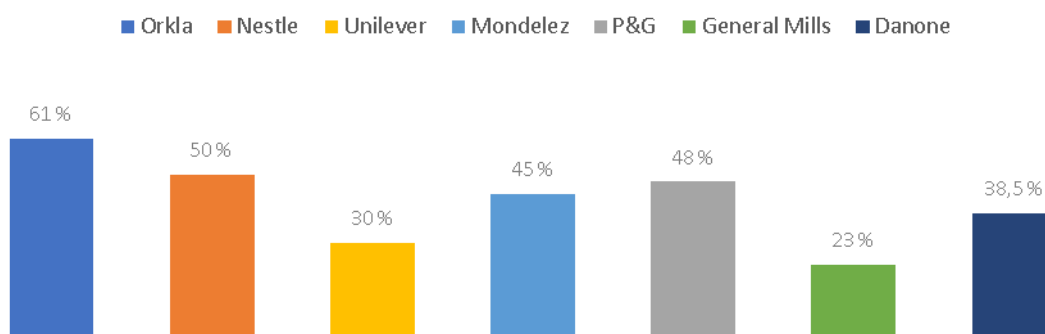
Orkla skiller seg positivt ut i forhold til de andre selskapene med en meget god likviditetsgrad på 1,72. De seneste årene har dette nøkkeltallet i midlertid hatt redusert betydning, da selskaper enklere kan innhente kortsiktig finansiering.

5.3 Soliditet

Soliditet beskriver hvorvidt bedriften kan tåle tap. En høy egenkapitalandel er positivt for selskapet, slik at man har mulighet til å tåle tap i en eller flere perioder. I tillegg til at loven stiller krav om «forsvarlig egenkapital», vil en god soliditet også kunne muliggjøre en reserve som for eksempel kan realisere fremtidige prosjekter. På den andre siden er det ikke et mål i seg selv å ha en høy egenkapitalandel, da dette kan indikere at man binder opp unødvendig mye kapital for aksjonærene.

Orkla (mill. NOK)	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	33 436	30 181	30 479	31 059	33 329
Totalkapital	66 194	57 493	52 115	50 112	54 238
Egenkapitalandel	51 %	52 %	58 %	62 %	61 %

I følge Lederkilden betegnes egenkapitalandelen som bra hvis den overstiger 30 % (Dahl, u.d.). Orkla har en meget høy egenkapitalandel, som indikerer at soliditeten til selskapet er god. I forhold til de sammenlignbare selskapene ligger Orkla over.



Figur 8: Egenkapitalandel, pr 2015

Oppsummert har Orkla en forholdsvis lav, men stabil margin. TKR er noe lavere enn for sammenlignbare selskaper, men denne har vist en markant positiv tendens de siste årene. EKR er lavere enn de andre selskapene, men her skiller seg selskaper med høy gjeldsgrad betydelig ut slik at forskjellene mellom selskapene forsterkes. På den andre siden skiller Orkla seg positivt ut både når det kommer til soliditet og likviditet.

6 Strategisk analyse

I følge Kaldestad og Møller er det to muligheter for å oppnå en avkastning høyere enn avkastningskravet; enten gjennom å operere i en gunstig bransje, hvor bransjelønnsomheten er sterk, eller besitte spesielle konkurransefortrinn som gjør at selskapet kan opprettholde en høyere lønnsomhet enn andre i bransjen. I den eksterne analysen bransjelønnsomhet, mens den interne analysen ser på mulige kilder til konkurransefortrinn og eventuelt på varigheten av disse (Kaldestad og Møller, 2015, 97).

Med bakgrunn i Orkla sin uttalte strategi fokuser den strategiske analysen på Orkla sitt kjerneområde, det vil si merkevarevirksomheten. I tillegg blir det naturlig å legge mest fokus på den nordiske delen av Orkla sin virksomhet, da hele 75 % av salgsinntektene kommer fra Norden.

6.1 Ekstern analyse

I den eksterne analysen gjennomføres en PESTEL-analyse, som brukes til å analysere hvordan omgivelsene påvirker selskapet. Videre analyseres bransjestrukturen ved hjelp av Porters fem konkurransekrefter, for å bestemme hvordan disse påvirker lønnsomheten i bransjen.

Når det kommer til bransjelønnsomhet er det essensielt å definere hvor i livssyklusen bransjen befinner seg. Karakteristikkene og lønnsomheten i bransjen vil delvis avhenge av hvorvidt bransjen som helhet er i en introduksjons-, vekst-, modnings-, eller nedgangsfase. FMCG-bransjen har flere karakteristikkene som trekker i retning av en relativt moden bransje. Flere av selskapene er veletablerte, multinasjonale selskaper med lang fartstid. Veksten til selskapene kommer hovedsakelig fra oppkjøp og sammenslåinger. Dette skjer ofte med bakgrunn i diversifisering til nye produktområder og/eller markeder (Kaldestad og Møller, 2015, 99; Roos, Von Krogh, Roos, Boldt-Christmas, 2014, 74-75).

6.1.1 PESTEL

En PESTEL-analyse er et nyttig analyseverktøy for å få et oversiktsbilde over de viktigste eksterne faktorene som vil påvirke selskapet og deres posisjon i fremtiden.

Politiske faktorer

Når det kommer til den politiske situasjonen i de nordiske landene, er disse blant de mest stabile i verden, mens Baltikum følger tett etter i øverste kvartil (The World Bank Group, 2016). Politisk stabilitet er også en viktig forutsetning for økonomisk stabilitet og vekst. Dette skaper attraktive og forutsigbare markeder å operere innenfor.

I Norden (20-26 %) og Baltikum (15-20 %) er selskapskatten lav i forhold til for eksempel USA, hvor flere av de sammenlignbare selskapene er basert (Deloitte, 2016). Skattenivå vil påvirke geografisk lokasjon og selskapsstruktur i form av hvordan man for eksempel velger å organisere datterselskaper og lignende. Lavere skattesats bidrar til høyere resultat etter skatt, hvor man enten kan øke utbyttet eller holde tilbake en større sum i selskapet.

En annen viktig faktor å ta hensyn til når det gjelder Orkla er handelsreguleringer. Alle landene er en del av EØS-avtalen, noe som skal bidra til lavere handelsbarrierer mellom medlemslandene. Produksjon og salg skjer i hovedsak lokalt i de ulike regionene, men størstedelen av innsatsfaktorene importeres. Selv om EØS-avtalen sikrer fri bevegelse av varer, er fortsatt enkelte varegrupper belagt med høye tariffen og toll, for å sikre næringer som for eksempel landbruk. Et spesielt eksempel på dette er RÅK-avtalen som benytter toll som virkemiddel for å utjevne forskjeller i råvarepriser mellom Norge og andre land. Denne har blitt opprettet for å kompensere for norsk landbrukspolitik. Dette påvirker Orkla i stor grad, siden 86 % av omsetningen av næringsmidler i Norge er utsatt for importkonkurranse. Dette er positivt for Orkla da de kan konkurrere på lik linje med internasjonale aktører som benytter seg av billigere innsatsfaktorer (Orkla, 2015a, 114 og 126).

Totalt sett trekker politiske faktorer i retning av videre økonomisk vekst for bedriftene. Høy politisk stabilitet skaper trygge rammevilkår og god økonomisk utvikling. Lavere bedriftsskatt bidrar til høyere resultat etter skatt, noe som er utelukkende positivt for bedrifter. I tillegg skaper handelsreguleringer både god vareflyt internt i markeder som Orkla opererer innenfor, og forutsetninger for videre drift og vekst i land med høyere kostnadsnivå fremfor å måtte flytte produksjonen til lavkost land.

Økonomiske faktorer

Selskaper som handler mellom ulike land vil alltid være utsatt for en viss grad av valutarisiko. De svenske og norske divisjonene har ikke euro som nasjonal valuta og Orkla oppgir derfor at den største valutarisikoen oppstår ved handel i euro til disse regionene. Både den norske og svenske kronen har svekket seg mot euroen de siste årene. En viktig dimensjon her er at Orkla sikrer de fleste av sine kontrakter med valutaterminkontrakter, for å begrense denne risikoen (Ibid.).

Rentenivået i markedene til Orkla har vært lavt i flere år og indikasjoner tilsier at dette vil vedvare de nærmeste årene i Sverige, Norge og Danmark (Sveriges Riksbank, 2016; Norges Bank, 2016; Nordea Danmark, 2017). Rentenivå vil påvirke kapitalkostnaden for Orkla og derfor i hvilken grad selskapet vil investere.

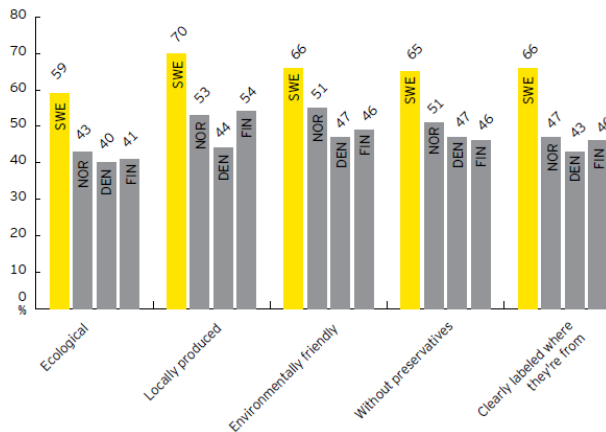
Den økonomiske veksten i Norden har vært og er prognosert til å være noe svingende mellom landene. Prognosen for Norge, Danmark og Finland peker i retning av en økning i BNP, mens Sverige – som har hatt en relativt sterk økonomisk vekst de siste tre årene, vil sakke ned. Vekst i økonomien vil virke positivt for Orkla, da de fleste varer og tjenester vil svinge i takt med økonomien som helhet. Men i og med at Orkla produserer nødvendighetsgoder, kan det tenkes at denne bransjen ikke er den mest utsatte når det kommer til konjunktursvingninger.

Sosiokulturelle- og miljømessige forhold

Befolkningen i Norden har vokst jevnt de siste tiårene. Norden har hatt en befolkningsvekst på mellom 15-25 % de siste 25 årene og prognoser tilsier at befolkningen vil fortsette å øke de kommende årene. Sammenlignet med mange andre europeiske land har de nordiske landene høye fødselsrater og lave dødsrate, men jevnt over er det netto immigrasjon som slår ut som den viktigste faktoren i befolkningsøkningen de siste årene (Statistikbanken, u.d.; Hoydal, u.d.).

Cirka 20 % av Sveriges befolkning er selv innvandrere eller andregenerasjonsinnvandrere, mens tilsvarende tall for Norge og Danmark er 11-13 % (Pettersen og Østby, 2013). Siden Orkla opererer i en moden bransje med moderat bransjevekst er en økende befolkning positivt i den forstand at vekst kun kan oppnås ved stjalne markedsandeler eller økt antall konsumenter.

I en slik analyse handler sosiokulturelle forhold også mye om hvilke typer moraler, verdier og trender som styrer markedet selskapet opererer innenfor.



Figur 9: Food Preferences, Norden

Den nordiske befolkningen er bevisste i sine matvalg. I EYs årlige Nordic Food Survey fremkommer det at de viktigste faktorene i årene som kommer vil være bærekraftighet i form av for eksempel økologiske alternativer, lokalprodusert mat, med så lite innvirkning på miljøet som overhode mulig (2015, 7). Dette er noe

Orkla jobber aktivt med, for å være i forkant av forbrukernes krav. De jobber blant annet med mer miljøvennlig emballasje, redusert energiforbruk og mer effektive transportløsninger.

Når det kommer til helse og mat går trenden mot et mer sunt kosthold. Hele 55 % av svenskene mener at de spiser mer sunn mat i dag, kontra for 5 år siden. Samtlige nordiske land viser en økning i samme retning. Blant annet er skepsisen til industriprodusert mat betydelig og de viktigste faktorene her er tilsetningsstoffer og sukker.

Befolkningsvekst kan bidra til vekst, mens de miljø- og helsemessige trendene gjør at Orkla må tenke nytt. De prøver å ligge i forkant gjennom å «bidra til en bedre folkehelse gjennom utvikling av sunnere produkter, tydelig merking, ansvarlig markedsføring og tiltak for økt fysisk aktivitet i befolkningen» (Kantar TNS, 2017).

Teknologiske forhold

Et eksempel på hvordan Orkla har utnyttet ny teknologi er fabrikken i Strand hvor ny teknologi har bidratt til kostnadsuttak ved å redusere ansattbehovet med over 30 %, gjennom bedre prosessstyring og økt automasjon (Steensen, 2011).

«Vi satser blant annet på ny teknologi og en bedre produksjonsflyt som vil ruste oss i en stadig tøffere konkurranse»¹

Digitale systemer forenkler og muliggjør disse store konsernstrukturene og bidrar til sømløs flyt av varer og tjenester internt i selskapene. Gode IT-systemer kan bidra til konkurransefortrinn ved å bringe nye varer og innovasjoner raskere på markedene, fordi

¹ Brennskag, 2016, sitat Peter Ruzicka

god digital infrastruktur tillater implementering av nye produkter og løsninger raskere enn analoge eller eldre digitale systemer (Casey, 2015).

Et annet viktig aspekt er fremveksten av digitale shoppingvaner. Fremveksten av dagligvarer på nett skaper nye muligheter for bransjen, og er en trend som kan være en nøkkeldriver til vekst de kommende årene.

Teknologiske forhold bidrar til nye muligheter ved at digitale systemer og robotisering bidrar til å redusere lønnsgapet mellom Orkla og internasjonale aktører, og skaper en mer dynamisk organisasjon. I tillegg kan fremveksten av nettbutikker virke positivt, da dagens konsentrerte kundesegment utvides og dermed svekker eksisterende kunders forhandlingsmakt. Samtidig kan den teknologiske fremveksten være med på å svekke Orkla sitt omdømme når det kommer til lokale fabrikker som legges ned og ansatte som sies opp.

Juridiske

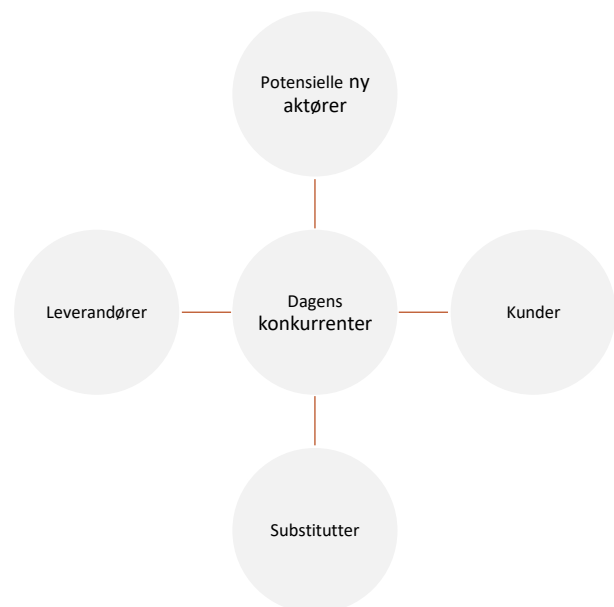
Som allerede nevnt er Norden et politisk stabilt område med høy grad av lovgivning og reguleringer som Orkla må ta hensyn til. Dette omfatter alt fra arbeidsmiljø- til markedsføringslovgivning, men er ikke noe som er spesielt for nettopp denne bransjen. Vår vurdering er at det ikke foreligger noen vesentlige juridiske forhold som påvirker denne bransjen spesifikt.

6.1.2 Porters fem

konkurranskrefter

Porter mener at dersom man skal definere konkurranseintensitet i en bransje så holder det ikke å se på direkte konkurrenter. Han har derfor definert et rammeverk, som er nyttig i forhold til utvidet konkurranse.

Dette rammeverket avgjør som helhet hvor intens konkurransen i bransjen vil være og lønnsomhetspotensialet i bransjen (Porter, 1987, 29).



Figur 10: Porters fem konkurransekrefter, visualisert

Potensielle aktører i bransjen – trusler fra nye aktører i markedet

Nye aktører i markedet fører til prispress og økte kostnader, ved at eksisterende aktører må besvare eventuell strategisk satsning for å beholde sin posisjon.

Begge disse parameterne vil trekke i retning av redusert lønnsomhet for etablerte aktører. Hvorvidt det er en stor trussel og enkelt for nye aktører å etablere seg, påvirkes av i hvilken grad etableringshindringer er tilstede (Porter, 1987, 33).

FMCG-bransjen i Norden er preget av store aktører, med lang fartstid i bransjen. Implikasjonen av dette er at de har tilegnet seg gode rutiner og prosedyrer, relasjoner og stordriftsfordeler som det er vanskelig og/eller dyrt for nyetablerere å opparbeide.

Dersom man ønsker å etablere et nytt merkevareselskap kan man enten produsere og bygge opp merkevarene selv, eller kjøpe opp allerede etablerte merkevarer. Dersom man skal starte ett nytt selskap vil produksjonsapparatet være meget kostnadskrevende. Det kan tenkes at allerede etablerte aktører som opererer i andre bransjer og andre segmenter i FMCG-bransjen, kunne tenke seg å differensiere sin virksomhet. Dette betraktes som en mindre trussel, da tendenser i bransjen trekker i retning av høyere grad av spesialisering. I tillegg viser flere studier at diversifisering ikke nødvendigvis fører til økt lønnsomhet i en bedrift (Besanko, Dranove, Shanley, Schaefer, 2013, 91). Disse to faktorene trekker i retning av lav etableringstrussel fra potensielle aktører.

Selv i en fiktiv verden hvor man har ubegrenset med kapital, er det viktig å merke seg at i en bransje som er sterkt preget av merkevare, tradisjon og kundelojalitet, så blir kapital en mindreverdige, men ikke ubetydelig faktor. Immaterielle eiendeler som nevnt over, vil innebære en betydelig innsats når det kommer til både tid og engasjement. Mye av produkt differensieringen i bransjen, kan også knyttes tilbake til disse. Det er også naturlig å tenke seg at de etablerte aktørene ikke bare har bygget opp sterke relasjoner til sine kunder, men også til sine grossister, transportkanaler og markedsføringskanaler. Dette vil kunne medføre at det er vanskelig å etablere seg som ny aktør.

En ytterligere faktor som skaper etableringshindringer for nye aktører er et relativt sterkt importvern, spesielt Norge. Dette kan føre til konkurransevridning vekk fra internasjonale aktører, som ønsker å etablere seg i Norge.

Rivalisering blant dagens konkurrenter og press fra substitutter

Konkurrenter er tilbydere av like produkter eller tjenester, mens et substitutt er et annet produkt eller tjeneste som dekker samme behov hos kunden. Dersom det er stort press fra konkurrenter eller substitutter vil dette føre med seg prispress og redusert lønnsomhet i bransjen. Det er sterk rivalisering blant dagens konkurrenter dersom bransjen er preget av blant annet: Stort antall like konkurrenter, lav bransjevekst, lav differensiering og stor strategisk satsning (Porter, 1987, 46 og 52).

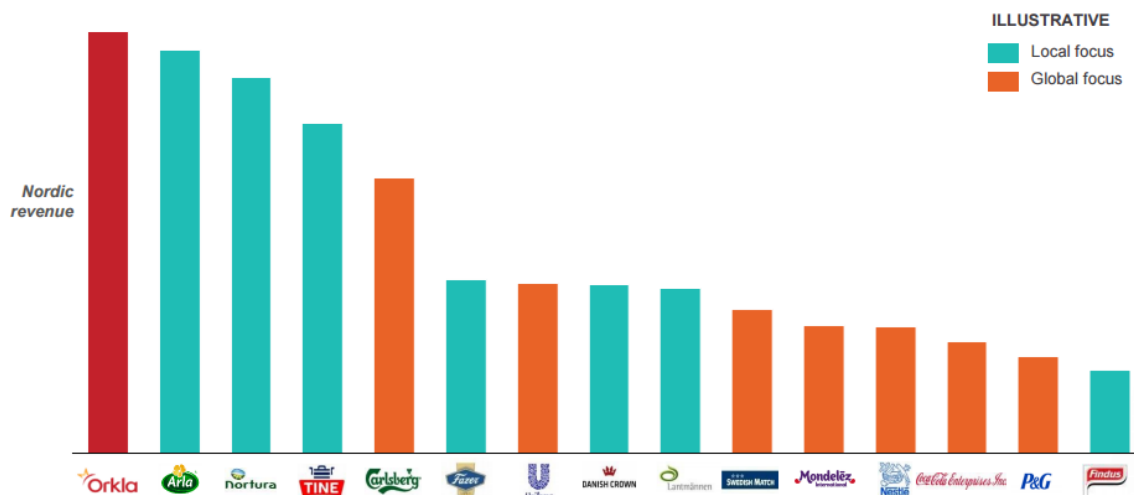
Substitutter defineres forskjellig fra kunde til kunde. Dersom man for eksempel definerer behovet når man kjøper Grandiosa vil to kunder kunne ha vidt forskjellig oppfatning. For den ene kan behovet bunne i næringsinntak og for den andre kan det handle om tidsbesparelse. Den ene vil muligens derfor definere det å spise på restaurant som et substitutt, mens den andre vil se på en pølse fra Circle K som det samme.

Merkevarebransjen er et vidt begrep og derfor kan det å prøve å skille mellom substitutter og konkurrenter være en krevende oppgave. Det som er substitutt for en merkevare i Orkla sin portefølje, vil være en direkte konkurrent for en annen og ikke en trussel for den tredje.

Orkla vil møte noe lokal nordisk konkurranse. Det finnes flere eksempler på produsenter som utfordrer Orkla når det kommer til enkelte merkevarer, selv om det er vanskelig å finne selskaper med samme omfang og omsetning. Noen leverandører vil betjene enkelte produktsegmenter, kundegrupper og geografiske områder og på den måten konkurrere med enkelte merkevarer i Orklas sin portefølje. For eksempel er Orkla markedsledende innen potetchips i Danmark og Finland, mens denne posisjonen besitter Maarud i Norge og Estrella i Sverige (Kleppe, 2015; Livsmedelsföreningen, 2016). Maarud og Estrella produserer kun potetchips og er på den måten spesialiserte leverandører, som kan true merkevaren Kims, men har lite påvirkningskraft på konsernet Orkla. Selv om man ikke skal overse den lokale konkurransen, er det allikevel viktig å bemerke at Orkla er markedsledende innenfor de fleste av sine merkevarer (Orkla, 2015a, 105).

Konkurransen vil være høy på merkevarenivå, og selv om ikke alle merkevarer er truet til enhver tid så er det viktig å være oppmerksom på den enkeltes bidrag til helheten. Delkonklusjonen er at lokal konkurranse er nokså høy, og trekker i retning av at Orkla må forsvare sin posisjon som markedsleder.

På den andre siden vil bransjen også være preget av konkurranse fra store internasjonale aktører som Nestlé, Unilever, Mondelez, Procter & Gamble osv. Dette er merkevarer selskaper som konkurrerer med utgangspunkt i en større portefølje. Disse aktørene vil ikke bare konkurrere med enkelte merkevarer, men med Orkla sin strategi som helhet. På verdensbasis er disse selskapene vesentlig mye større enn Orkla, mens de til sammenligning er relativt små på det nordiske markedet.



Figur 11: Estimerte inntekter i Norden (Orkla, 2015, Investor Presentation)

Selv om de internasjonale aktørene i aller høyeste grad er tilstedeværende i det nordiske markedet, har de fleste Nord-Amerika som hovedforretningsområde. Selskapene har ingen klar, uttalt strategi som tilsier en sterk strategisk satsning i Norden og Baltikum de kommende årene. Med bakgrunn i dette kan det tenkes at internasjonal konkurranse vil holde seg stabil, men at den sterkeste strategiske satsningen vil komme fra lokale leverandører.

De siste årene har EMV hatt en sterk fremgang. En rapport fra Nielsen viser at cirka 20-25 % av totale salgsinntekter i Norden er EMV-produkter. Rapporten viser også at EMV har vokst i samtlige Nordiske land siden 2009 (Nielsen, 2014).

«Det er tøff konkurranse i Norden. Vi har flinke konkurrenter både fra selskaper i Norden og fra multinasjonale selskaper. I tillegg merker vi også hard konkurranse fra butikkenes egne merker... Da tas det litt her og litt der, også fra oss»²

² Gjendem, 2014, sitat Peter Ruzicka

Det er naturlig å tro at dette segmentet vil fortsette å vokse de neste årene. Norden har en relativ lav EMV-andel, sammenlignet med andre europeiske land, slik at det er mulig å se for seg at det finnes et uutnyttet potensiale. Som sammenligning kan det nevnes at EMV-markedet i Sveits står for 52 % av solgt volum, mens i Norden ligger det rundt 30 %. Dette vil være en utfordring for bransjen, siden dette vil føre til lavere markedsandeler og prispress, som vil kunne føre til redusert lønnsomhet (PLMA, 2016).

På bakgrunn i analysen av dagens konkurrenter konkluderes det med stor konkurranse når det kommer til enkeltstående merkevarer og segmenter. Med utgangspunkt i figur 11 ser vi at det er få selskaper som kan karakteriseres som likeverdige og at Orkla er alene om å besitte en så sterk posisjon i bransjen, men at denne kan utfordres de kommende årene med økt fokus og vekst i EMV-segmentet. Totalt sett trekker analysen i retning av sterk intern rivalisering.

Kundenes forhandlingsposisjon

Faktorer som trekker i retning av at kundenes forhandlingsposisjon er sterk og som er relevante for bransjen er blant annet; kjøpegruppen er konsentrert, handler for store volumer, produktene er standardiserte, lave byttekostnader og kunden kan tenke seg å integrere bakover. Implikasjoner av at kundene har sterk forhandlingsmakt i en bransje er at kundene kan presse prisene nedover eller kreve høyere kvalitet – noe som kan føre til kostnadsulempere for selskapet. Disse parameterne vil ha negativ innvirkning for inntjeningen i bransjen (Porter, 1987, 54).

Som ledende aktør innenfor FMCG i Norden vil Orkla være sterkt påvirket av markedskrefter både når det kommer til førstehåndskjøper, men også fra sluttforbruker i form av konsumenter. Førstehåndskjøperne til Orkla er dagligvare, storhusholdning og konditori. Siden dagligvarekjedene står for den største andelen av salgsinntektene er dette hovedfokuset i analysen.

For å definere kundemassen er det nødvendig se på etterspørselen. Siden Orkla sine varer er noe de fleste trenger i hverdagen, vil deres produkter appellere til et bredt spekter av forbrukere, uavhengig av alder, demografi og kjønn. Selv om utsalgsstedene er de som kjøper inn og på mange måter styrer etterspørselen, er det til syvende og sist sluttforbrukeren som bestemmer etterspørselen og faktisk tar valget om å kjøpe varene eller ikke.

Dagligvarekjedene i Norden kjennetegnes ved at det er to kjeder i hvert land som har over 70 % markedsandel (DLF, 2016). Det er derfor naturlig å si at kjøpergruppen er meget konsentrert. Hvorvidt disse handler for store volumer, bør ses ut fra total omsetning til selskapene. I Orkla sitt tilfelle står dagligvaren for den største andelen av totale salgssinntekter og vår konklusjon er derfor at kundene handler for store volumer. Begge disse parameterne trekker i retning av at kjedene har sterk forhandlingsmakt.

Når det kommer til maktforholdet mellom kunder og leverandører, vil kjedene besitte en form for portvoktermakt, hvor de kontrollerer hvilke produkter som kommer inn på markedet. Videre vil kjedene også besitte en form for regimakt, som gir dem kontroll over hylleplass, plassering og mulighet for å trekke produktet fra sortimentet. Det er viktig å bemerke at kundene også styrer kjedene til stor grad, hvor deres etterspørsel vil påvirke sortimentet. I denne sammenheng er det viktig å ta i betraktningen at konsumenter er påvirkelige. I følge en undersøkelse gjort av doktor i butikkmarkedsføring Jens Nordfält tas 2/3 av alle innkjøpsbeslutninger inne i butikken. Butikkene påvirker kundene gjennom blant annet produktplassering, markedsføring, hylleplassering osv. (Ohlin, 2011).

På den andre siden har leverandørene en form for idékraft i form av at de besitter sterke merkevarer og mulighet til å introdusere innovative produkter. EMV har hatt god vekst de siste årene, men kan nok ikke sies å være veldig nyskapende (NOU 2011:4, 105-110; Konkurrencesverket, 2009).

Det å ha en merkevarestrategi, kan regnes som en differensiert strategi. En differensiert strategi vil føre med seg at kundene er villige til å betale mer for et spesifikt produkt enn tilsvarende produkt fra konkurrenten, på bakgrunn av spesielle attributter slik som for eksempel varemerke, kvalitet eller service (Roos et al., 2014, 196). Orkla sin differensierte strategi og sterke merkevarer er godt forankret i den nordiske handelen. Ifølge tall fra Nielsen er europeere på bunn når det kommer til å oppta nye produkter, hvor kun 44 % av respondentene oppgir at de handlet noe nytt sist de var i butikken (Nielsen, 2015, 19). Dette trekker i retning av at Orkla sitt kjerneområde består av en lojal og tradisjonstro kundegruppe, noe som svekker kundenes forhandlingsmakt.

Sluttforbrukernes makt avhenger av det faktum at det er de som til syvende og sist velger Orkla, fremfor konkurrentene. På bakgrunn av at kundene er lettpåvirkelige, kan det tenkes at denne makten er svakere enn kjedenes. Totalt sett trekker analysen i

retning av at kundene, når førstehåndskjøperne vektlegges, har sterk forhandlingsmakt, basert på høy grad av konsentrasjon, store innkjøp og mulighet for vertikal integrasjon.

Nettbutikker kan i fremtiden potensielt bringe etterlengtet konkurranse inn i det nordiske oligopol lignende markedet for dagligvarer. Disse kan bringe med seg fordeler for Orkla ved at de får flere aktører å forhandle med, som kan tilby et høyere antall varelinjer og bringe nye og innovative avtaler på bordet. Det samme vil være gjeldene for andre leverandører, slik at konkurransen dem imellom potensielt også vil øke.

Leverandørenes forhandlingsposisjon

Følgende faktorer som trekker i retning av at leverandørenes forhandlingsposisjon er sterk; få leverandører, høy grad av differensiering, høye byttekostnader for kunden, få substitutter, viktig produksjonsfaktor for kundens produksjon, og dersom leverandøren kan tenke seg å integrere fremover. Implikasjonene av en sterk forhandlingsmakt hos leverandørene er at overskuddene blir presset nedover, som følge av for eksempel økte priser eller trusler om redusert kvalitet (Porter, 1987, 57).

Selskapets innkjøp omfatter hovedsakelig produksjonsfaktorer brukt i matproduksjon eller lignende. Noen eksempler på dette kan være mel, sukker, kjøtt og melk. Dette er produkter med høy grad av standardisering, som kan leveres av et stort antall leverandører både nasjonalt og internasjonalt. Dette trekker i retning av at leverandørenes forhandlingsmakt er svak.

Noe som trekker i retning av sterkere forhandlingsposisjon for leverandørene er at de fleste innsatsfaktorene er viktige for Orkla. Det blir veldig vanskelig å lage Grandiosa uten mel og potetgull uten potet. Dette kan oppveies av lave byttekostnader for innkjøperne, siden antallet leverandører er stort og den tekniske omstillingen fra en type mel til en annen, vil være lav.

Når det kommer til integrering fremover, er det usannsynlig at en råvareleverandør er i stand til å kjøpe opp store merkevareselskaper. Det er nok mer sannsynlig at for eksempel Orkla, med sin historie av oppkjøp, kan tenke seg å integrere bakover.

Totalt sett oppleves leverandørenes forhandlingsmakt som svak, grunnet høy grad av standardisering av innsatsfaktorene, lave byttekostnader og risiko for integrering bakover.

6.2 Intern analyse

I den eksterne analysen drøftes lønnsomheten til bransjen som helhet, mens den interne analysen gir en dypere innsikt i å forklare selskapets lønnsomhet relativt til konkurrentene. Interne forhold, slik som utnyttelse av strategiske ressurser skaper grunnlag for konkurransefortrinn og meravkastning (Kaldestad og Møller, 2015, 103; Roos et al., 2014, 132).

I følge Kaldestad og Møller kan man litt enkelt dele inn konkurransefortrinn i to kategorier: Kostnadslederskap, som innebærer at selskapet produserer billigere eller bedre (til samme pris) som konkurrentene, eller differensiering, det vil si at selskapet har mulighet for å ta ut en høyere pris enn sine konkurrenter på bakgrunn av spesielle egenskaper ved produktene (Kaldestad og Møller, 2015, 104).

Det optimale utgangspunktet for en intern analyse er selvfølgelig å ha full innsikt i organisasjonen, da flere forhold kan være vanskelig å observere som ekstern observatør. Utfra vår posisjon har vi måtte se på offentlig informasjon og derfor vil ikke denne analysen ha samme kvalitet og dype innblikk som et internt perspektiv kunne gitt oss.

6.2.1 VRIO

VRIO er et rammeverk for å analysere hvilke ressurser i en bedrift som kan være med på å skape konkurransefortrinn og på den måten oppnå meravkastning i forhold til bransjen. De parameterne som analyseres er som følger:

Value (verdi): Gjør ressursen selskapet i stand til å svare på trusler og muligheter i omgivelsene?

Rare (sjelden): I hvilken grad besittes ressursen av andre konkurrerende selskaper?

Inimitability (ikke-imiterbar): Er konkurrentene ute av stand til å skaffe eller kopiere ressursen uten vesentlige ulemper?

Organization (organiserbar): Klarer selskapet å organisere ressursen for å utnytte dens fulle potensiale?

I en VRIO-analyse er det naturlig å starte prosessen med å identifisere hvilke ressurser selskapet besitter, for så å analysere hvorvidt disse oppfyller modellens kriterier til å være en kilde til konkurransefortrinn (Barney, 2014, 129-140).

Fysiske ressurser

Siden Orkla er en produksjonsbedrift, er hoveddelen av deres fysiske anleggsmidler tomter, fabrikker og andre eiendommer, samt maskiner slik som produksjonsanlegg og lignende. I tillegg ligger det betydelige verdier i varelageret, i form av ferdigvarer.

Fysiske ressurser som fabrikkbygg og produksjonsmaskineri er drivere av verdiskapende aktivitet i Orkla, men skaper på ingen måte noen særstilling i forhold til andre aktører i bransjen. Det er ingen indikasjoner på at Orkla har noen spesielle fysiske ressurser som ikke lar seg skaffe av konkurrenter, og dette tyder på at samtlige fysiske ressurser er verdifulle, men på ingen måte sjeldne og/eller ikke-imiterbare.

Finansielle ressurser

Men bakgrunn i regnskapsanalysen bemerkes det at Orkla har en god stilling både når det kommer til likviditet og soliditet, med nøkkeltall som ligger over gjennomsnittet i bransjen. Dette er selvfølgelig positivt da selskapet både har mulighet til å betale sine løpende forpliktelser, samt står godt rustet for å tåle eventuelle tap. Som allerede nevnt har likviditet fått redusert relevans de seneste årene, da de fleste bedrifter har mulighet å fremskaffe likvide midler dersom dette skulle være nødvendig. Med bakgrunn i dette mener vi at likviditeten er viktig for Orkla, men ikke vil være sjeldent eller vanskelig å imitere. Denne oppfyller derfor ikke VRIO rammeverket sine krav til å være et varig konkurransefortrinn.

Når det kommer til soliditeten referer Orkla selv til sin finansielle stilling som «solid ..., noe som gir den finansiell fleksibilitet til å understøtte konsernets strategi» (Orkla, 2015a, 15). Selv om Orkla ligger over de sammenlignbare selskapene, har de egenkapitalandeler på over 30 %, noe som indikerer at de på ingen måte er dårlig stilt i forhold til soliditeten. Det er selvfølgelig verdifullt å ha en finansiell fleksibilitet i selskapet, men vår vurdering er at denne stillingen ikke er unik og derfor ikke oppfyller kravene til å være et varig konkurransefortrinn.

Rentabiliteten er et mål for verdiskapingen overfor kapitallyterne og vil være en viktig indikator for interessenter som ønsker å investere i selskapet. Denne har hatt en økende tendens de siste årene, men ligger under gjennomsnittet i bransjen. Å ha en tilfredsstillende rentabilitet er en forutsetning for selskapet og derfor viktig, men ikke unikt og tilfredsstillende derfor heller ikke kravene til å være et varig konkurransefortrinn. Totalt sett vurderer vi Orkla sin finansielle stilling som god. Dette er en ressurs for Orkla, som vil kunne føre til at man har mulighet til å realisere gode ideer og gjennomføre

lønnsomme investeringer. Dette er et grunnfundament for å kunne realisere sine strategiske mål og anses derfor som verdifull. En god finansiell stilling er imidlertid ikke noe som er unikt for Orkla i denne bransjen og heller ikke noe som vil være umulig å imitere på sikt og denne ressursen oppfyller derfor ikke VRIO sine krav til å være en kilde til varige konkurransefortrinn.

Menneskelige ressurser

Orkla trekker selv frem kontinuerlig kompetanseutvikling, som et viktig verktøy for å forbedre deres konkurranseposisjon. De jobber med denne tematikken på flere områder og har satt det i system gjennom «Orkla Academies». Dette er kompetanseutviklingsprogrammer som blant annet består av følgende underkategorier; Brand, Sales, Product Development and Innovation (Orkla, 2015b).

I og med at Orkla er forholdsvis stort selskap, er det ikke unaturlig at de har satt kompetanseutvikling i system, på lik linje med de aller fleste store bedrifter både på nasjonal og internasjonal basis. Vi vurderer derfor at Orkla Academies er verdifullt for Orkla, men ikke noe som er sjeldent.

Selv om selve kompetanseprogrammene ikke er sjeldne, kan kompetansen som utvikles som en følge av disse, bidra til viktige konkurransefortrinn i fremtiden. Områder som for eksempel «Product Development and Innovation», hvor fokuset ligger på nyskaping og innovasjon, bidrar til at dette ikke blir låst til en tradisjonell forsknings- og utviklingsavdeling, men implementeres også i den daglige driften av selskapet.

Organisasjonsressurser

Mens menneskelige ressurser er en individuell faktor, er organisasjonsressurser koblet til grupper eller bedriften som en enhet. Dette kan innefatte ulike typer av systemer, for eksempel rapporterings- eller kontroll-systemer, prosesser, bedriftskultur, renomme, immaterielle rettigheter osv. (Barney, 2014, 125).

Som allerede nevnt, kan noen elementer i en intern analyse basert på et eksternt perspektiv by på en utfordring, da vi ikke har inngående kjennskap til alle interne forhold som måtte påvirke denne. Det er sannsynlig at ulike typer systemer, både for Orkla og konkurrenters del, vil ligge på et tilfredsstillende nivå. På mange måter gjelder samme premisser for bedriftskultur. Orkla oppgir selv at de har en sterk bedriftskultur, preget av respekt og likeverd (Orkla, u.d.:c). Dette vil derimot ofte være basert på ledelsens objektive oppfatning.

Orkla har betydelige verdier knyttet til immaterielle eiendeler som for det meste består av bokført verdi av merkevarer og goodwill. IAS 38 klassifiserer immaterielle eiendeler som ikke-monetære, identifiserbare eiendeler, uten fysisk substans (IFRS, IAS 38, 2014).

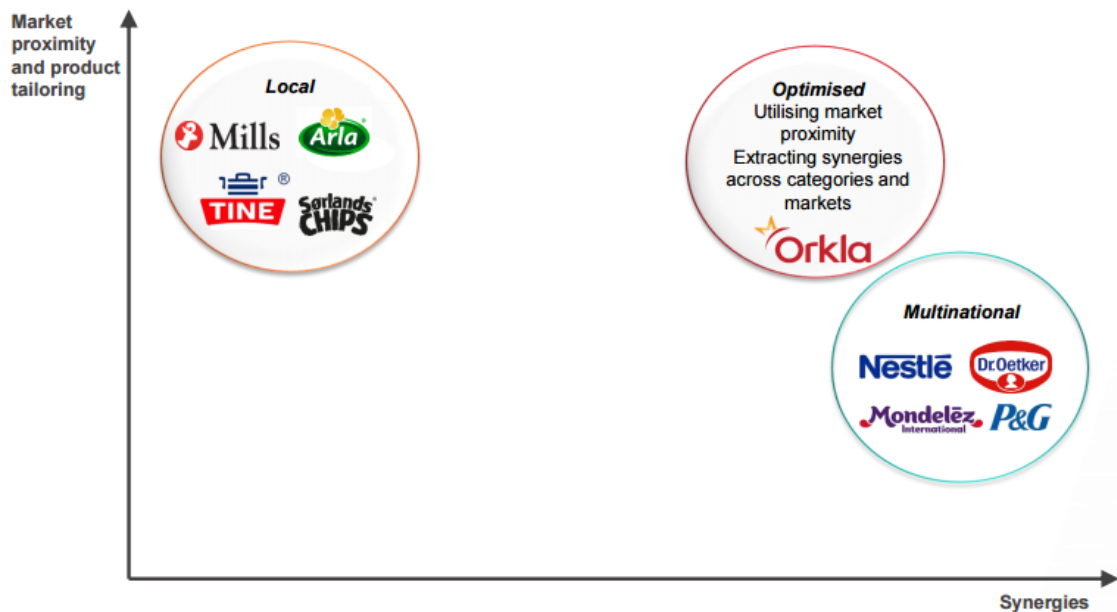
Merkevarene som Orkla besitter er selskapets viktigste ressurs. For kundene vil det ligge en merverdi i å handle et kjent merke, siden dette reduserer kostnaden knyttet til kjøpsbeslutningen (Kaldestad og Møller, 2014, 432). På den ene siden blir det enklere å tiltrekke seg nye kunder, da de har blitt eksponert for merkenavnet allerede før kjøpsbeslutningen. På den andre siden vil det også skape lojale kunder, som vurderer gjenkjøp og/eller ønsker å teste andre produkter innenfor samme merke.

Orkla har sterke posisjoner innenfor flere av sine produktkategorier og selve kjernen i dette er at de tilbyr produkter som er kjente og dypt forankret hos forbrukerne i de respektive markedene. Noen eksempler på dette kan være Grandiosa i Norge og Kalles Kaviar i Sverige. Dette har selskapet oppnådd gjennom markedsføring som spiller på tradisjoner og nasjonale stolthetsfølelsen. Reklamefilmer og kampanjer har vært hyppig brukt til å skape den merkeloyaliteten vi ser i dag.

Relasjonsressurser

Som en stor samfunnsaktør på flere områder, ligger det en stor verdi for Orkla å ha en god dialog med sine viktigste interessenter.

For å identifisere kundebehovene benytter Orkla seg av forbrukerundersøkelser og kundetilfredshetsmålinger (Orkla, u.d.:d). I tillegg involverer de ofte sine kunder direkte i utviklingsprosjekter, gjennom blant annet smakspaneler og fokusgrupper (Line Christoffersen, forelesning ØAADM1000, 09.2014). Noe som er minst like viktig er kunde- og forbrukerservice, slik at man også har fokus på forbedring og ikke bare fornyelse. Dette i seg selv er ikke noe unikt, men allikevel kan det trekkes frem at Orkla har annen nærhet til kunden i og med sitt fokus på Norden og Baltikum. Internasjonale FCMG-aktører vil ikke kunne ha samme lokale tilnærming, mens mindre lokale produsenter ikke vil ha samme type ressurser og tyngde til å utføre en slik type arbeid. I tillegg vil Orkla ha en fordel jevnt imot lokale aktører, fordi de kan utnytte synergier på tvers av kategorier og markeder. Delkonklusjon er derfor at dette er en ressurs som bidrar til konkurransefortrinn.



Figur 12: Extracting synergies while maintaining our local insight (Orkla, 2015c)

Orkla kjøper inn betydelig mengder med råvarer hvert år. For å sikre at leverandørene opptrer ansvarlig når det kommer til blant annet menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter, miljøhåndtering osv., har de opprettet en egne etiske retningslinjer som leverandørene forplikter seg å følge (Orkla, u.d.:c). Dette er noe som de fleste store aktører jobber med i dag og derfor ikke noe som er sjeldent eller vanskelig å imitere.

En av Orkla sine fokusområder i fremtiden er ernæring og helse (Ruzicka, 2017a). På dette området samarbeider de blant annet med helsemyndighetene og eksterne fagmiljøer i flere land i EU. De deltar i over 80 forskjellige forskningsprosjekter, hvor mange er i samarbeid med disse (Orkla, 2015a, 42). I de markedene Orkla opererer innenfor kan dette klassifiseres som et sjeldent fenomen og noe som kan bidra til økt innsikt og innovasjon på kort sikt, men er på ingen måte umulig å imitere på lenger sikt.

Oppsummeringsvis presenteres funnene i den interne analysen i følgende tabell:

Kategori	Ressurs	V	R	I	O	Konkurransefortrinn
Fysiske	Bygninger og maskiner	V				Nei
Fysiske	Varelager	V				Nei
Menneskelige	Orkla Academy	V				Nei
Finansielle	Finansiell stilling	V				Nei
Menneskelige	Innovasjonskompetanse	V	R			Midlertidig
Relasjon	Samarbeid m/myndigheter	V	R			Midlertidig
Relasjon	Nærhet til kunden	V	R	I	O	Konkurransefortrinn
Organisasjon	Merkevare lojalitet	V	R	I	O	Konkurransefortrinn
Organisasjon	Synergier	V	R	I	O	Konkurransefortrinn
Organisasjon	Lokal kunnskap	V	R	I	O	Konkurransefortrinn

Tabell 1: Oppsummering VRIO

6.3 Sammen drag

De faktorene i den eksterne analysen som trekker i retning av høy bransjelønnsomhet er trusselen fra nye aktører og leverandørens forhandlingsmakt som er lav. Dagens konkurrenter og press fra substitutter trekker i retning av lavere bransjelønnsomhet da det finnes et stort antall lokale konkurrenter og sterke internasjonale aktører som står klare til å ta enda større markedsandeler spesielt dersom importvernet forsvinner. I tillegg vil kundenes, i form av dagligvarekjedene, konsentrerte forhandlingsmakt kunne bidra til prispress og lavere marginer. Kjedene vil også kunne påvirke bransjen ved å intensivere sin EMV satsning, som oppleves som en stor trussel. Selv om faktorene trekker i litt forskjellige retning, vil totalbildet indikere forholdsvis lav bransjelønnsomhet. Dette understøttes også av de forholdsvis lave marginene, som ble belyst i kapittel 5.

Med bakgrunn i VRIO-analysen mener vi at Orkla sitter på en rekke verdifulle ressurser som alle vil være viktige for driften av selskapet. Når man vurderer konkurransefortrinn, prøver man å se fremover for å si om disse kan skape en gunstig posisjon i fremtiden.

Orkla har en uttalt merkevarestrategi, som bygger på at deres produkter har unike egenskaper. En merkevarestrategi handler også veldig mye om renommé, kjennskap til produkter og tradisjoner (Kaldestad og Møller, 2015, 104). Derfor er det ikke unaturlig at den største verdien til Orkla ligger i deres organisatoriske og relasjonsressurser. Det faktum at de største konkurransefortrinnene er immaterielle er heller ikke noe unaturlig, siden fysiske eiendeler og finansiell stilling er relativt enkelt for konkurrenter både å observere og kopiere, dersom man har nok kapital.

7 Estimering av kontantstrømmer

DCF-modellen tar utgangspunkt i at verdien av et selskap er lik nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. For å kunne estimere fremtidige kontantstrømmer brukes historiske data for å se på trendene i de ulike parameterne som inngår i modellen, samt strategisk analyse for å si noe om fremtidig utvikling og posisjon.

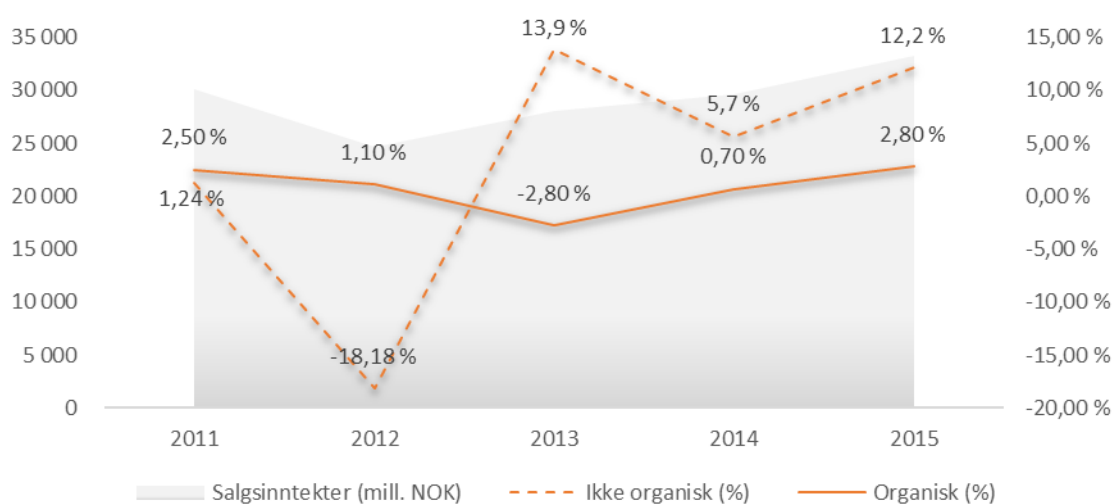
De historiske dataene tar utgangspunkt i årsregnskapene i perioden 2011-2015. Selv om det kan være nyttig å se lenger tid tilbake og noen anbefaler minimum 10 år vil årene før 2011 ikke være representative, grunnet Orkla sitt bytte av strategi (Koller, Goedhart, Wessels, 2010, 185). De gikk da fra en mer diversifisert virksomhet innenfor industri til et mer rendyrket merkevareselskap og dermed endret premissene for underliggende drift.

Det skal presiseres at Orkla korrigerer tidligere publiserte tall ved større strukturelle endringer, og det er disse tallene som benyttes i denne analysen. Normalt sett utformes proforma tall når det skjer endringer i selskapsstrukturen, slik at ikke videreført virksomhet presenteres separat for å skape et mer reelt sammenligningsgrunnlag.

For orden skyld presiseres det at kun selskaper hvor konsernet alene har bestemmende innflytelse konsolideres fullt ut i regnskapet. Tilknyttet virksomhet énlínjekonsolideres inn etter egenkapitalmetoden og verdien av disse tas høyde for gjennom en separat verdsettelse i kapittel 9. Dette gjelder selskapene Jotun og Sapa.

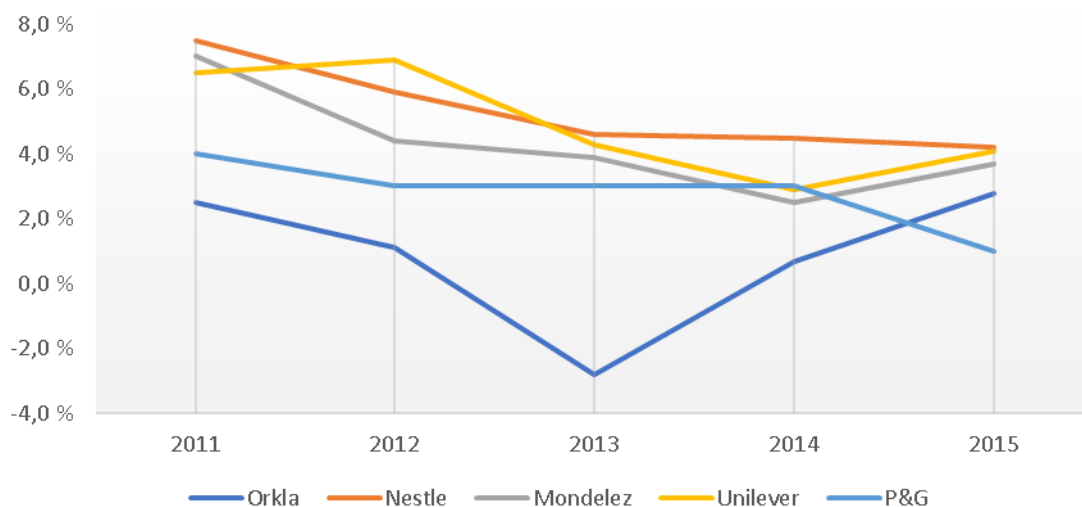
7.1 Inntekter

På inntektssiden tas det utgangspunkt i totale driftsinntekter. Etter at Orkla byttet strategi i 2011 har disse vært nokså varierende grunnet flere oppkjøp og salg i perioden. I 2013 gikk oppkjøpet av Rieber & Søn, samt Jordan igjennom, slik at salgsinntektene tok et sprang oppover. I 2014 kjøpte de noen mindre selskaper, mens i 2015 har de igjen foretatt større oppkjøp i for eksempel Cederroth, NP Foods og Lakrisgutta. Dersom man ser på organisk vekst, det vil si vekst justert for effekten av blant annet oppkjøp og fusjoner, har denne vært nokså stabil, med en svak oppgang fra 2013.



Figur 13: Analyse av salgsinntekter og vekst

Sammenligner man organisk vekst i Orkla med de største konkurrentene, ser vi at selskapet har prestert lavere enn disse de seneste årene.



Figur 14: Organisk vekst, Orkla m/konkurrenter

Nedgangen fra 2011 reflekterer omveltningssprosessen hvor fokus lå på rendyrking av merkevareporteføljen gjennom store salg og oppkjøp som har ført til en restrukturering av hele konsernet. Denne endringen ser ut til å ha gått ut over egne innovasjons- og veksttiltak. På investordagen 2015 kunngjorde Orkla at dette vil være et fokusområde i tiden som kommer og at målet er at de skal vokse minimum i tråd med markedet (Orkla, 2015c).

I tillegg viser den ikke-organiske veksten til konkurrentene tendenser i motsatt retning, da samtlige aktører har hatt en negativ utvikling. Dette kan indikere at de spisser seg inn og spesialiserer seg, mens Orkla fortsatt er i en endringsfase med tanke på porteføljesammensetning. Dette skillet i fokus de siste årene kan derfor være med på å forklare den svake organiske veksten til Orkla, sammenlignet med konkurrentene.

En relevant problemstilling knyttet til estimering av fremtidig kontantstrøm er hvorvidt man skal bruke organisk vekst eller ikke. Med bakgrunn i Orkla sin uttalte strategi om å utnytte sin kjernekompetanse innenfor fusjoner og oppkjøp er det naturlig å tro at Orkla vil fortsette å kjøpe opp selskaper i årene som kommer (Orkla, 2016b). Det å estimere ikke-organisk vekst er i stor grad forbundet med utfordringer knyttet til kontantstrømeffekter fra investeringer. Oppkjøp vil være vanskelig å predikere på bakgrunn av oppkjøpstidspunkt, verdi og omfang.

Empiriske studier viser at selskaper med en oppkjøpsstrategi i gjennomsnitt ikke tilføres noen ekstra verdi ved oppkjøp (Hazelkorn, Zenner, Shivdasami, 2014, 81-82). Studier viser heller at det er selger og ikke kjøper som tjener på salget (Moeller, Schlingemann, Stulz, 2005, 757-782). Et oppkjøp bidrar derfor nødvendigvis ikke til en økt verdi på selskapet, selv om det kan være med på å bevare verdien gjennom at man opprettholde sin posisjon eller blokkerer inngangen for en potensiell konkurrent (Kaldestad og Møller, 2015, 384).

Med bakgrunn av dette baseres fremtidige inntekter på bakgrunn av organisk vekst.

Flere forhold fra den strategiske analysen vil påvirke både inntektene og marginen. For å unngå alt for mye repetitiv oppføring ønsker vi å understreke at de momentene som trekkes spesielt frem her, hverken er en uttømmende liste eller noe som kun vil kunne påvirke en enkelt parameter. Estimeringen av de ulike parameterne i kontantstrømmen, spesielt salgsinntekter og margin, bør sees i sammenheng.

Den strategiske analysen indikerer at de eksterne forholdene i Norden ligger til rette for selskapet. Orkla opererer i stabile politiske omgivelser, som er litt utsatt for konjunktursvingninger. Prognosene for økonomien generelt tilsier en svak vekst i BNP og stabile inflasjonsforventninger i årene som kommer. Befolkningsveksten spiller positivt inn da Orkla opererer i en moden bransje hvor det er vanskelig å oppnå vekst høyere enn bransjen generelt.

Porter-analysen konkluderer med at trusselen fra nyetablerere er forholdvis lav, slik at man bør fokusere på de allerede eksisterende aktørene når det kommer til potensiale for fremtidig vekst. Bransjen karakteriseres av forholdvis lav vekst og stort press fra etablerte aktører, spesielt på lokal basis og fra EMV. Implikasjonen av dette er en bransje preget av sterk konkurranse og at aktørene må stjele markedsandeler fra hverandre. Dette vil kunne spille negativt inn på Orkla sitt potensiale for fremtidig vekst gjennom økte markedsandeler.

For å estimere fremtidig vekst så baserer vi oss på prinsippet om at man må oppnå minimum tilsvarende vekst som økonomien generelt for at nåværende posisjon ikke skal svekkes. De nordiske landene har inflasjonsmål på 2-2,5 % og prognosene for reelt BNP ligger rundt 1,4-2,2 %. Dette tilsier at dersom Orkla skal følge økonomien, som er det uttalte målet, bør de vokse med minimum 3,4 %.

De neste stegene i estimeringen av fremtidig vekstrate for selskapet er å vurdere vekstraten i bransjen og hvorvidt selskapet besitter spesielle egenskaper som gjør at de vil avvike fra denne. Da FMCG-bransjen er noe udefinert med tanke på hva og hvem som skal inkluderes er det ikke noen entydige bransjetall tilgjengelige, men konkurrentene har hatt en svak utvikling de siste årene, som ikke gir noen indikasjoner på at bransjen vil vokse raskere enn økonomien generelt.

Orkla sine konkurransefortrinn innenfor merkevarelojalitet og lokal kunnskap i det nordiske markedet gjør dem bedre rustet til å møte internasjonal konkurranse. Dette gir også et bedre utgangspunkt når det kommer til å møte lokal konkurranse og EMV, i forhold til internasjonale aktører. I tillegg vil Orkla ha en mulighet med tanke på utnyttning av synergier på tvers av markeder og kategorier som legger grunnlag for vekst på tvers av geografisk tilstedeværelse.

I følge Kaldestad og Møller vil konkurransefortrinnene ha en tendens til å forvitne over tid, da konkurrentene innhenter forspranget som dagens vinnere har opparbeidet seg (2015, 105). Dagens forhold ligger derimot til rette for at Orkla vil klare å opprettholde sin nåværende posisjon de nærmeste årene, selv om effekten vil kunne avta på lang sikt.

Vurderingen er at «nye» Orkla med fokus på spesialisering innen merkevarer nå begynner å se effekten av den nye strategien, med en positiv trend i forhold til vekst. Videre kan det tenkes at når selskapet nærmer seg spesialisering rundt sin kjernekompetanse, vil de kunne vende fokuset mot vekst og innovasjon fremfor restrukturering. Vurderingen er derfor at denne veksten vil fortsette å øke opp til 4,5 %, som er rett over prognosen for økonomien. Med bakgrunn i at konkurrentene og spesielt EMV vil kunne hente inn noe av konkurransefortrinnene, og veksten vil etter hvert avta til rundt 3 % etter eksplisitt periode. Dette er under prognosen for økonomien, men siden største delen av Orkla sine produkter er mat, som er nødvendighetsgoder vil muligens veksten i konsum ikke tilsvare veksten i økonomien.

Orkla (mill. NOK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Inntekter	34 194	35 391	36 736	38 205	39 924	41 721	43 390	45 125	46 705	48 106
Organisk vekst	3,0 %	3,5 %	3,8 %	4,0 %	4,5 %	4,5 %	4,0 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %

7.2 Kostnader

Med utgangspunkt i totale driftskostnader korrigeres tallene for ekstraordinære poster, slik at tallene blir normaliserte. Dette dreier seg blant annet om engangsposter, nedskrivninger og integrasjonskostnader ved oppkjøp av selskaper som ikke kan balanseføres sammen med aksjene. Det tas utgangspunkt i de postene som Orkla oppgir som ekstraordinære og som skiller deres «EBIT» fra «EBIT adjusted», men resterende nedskrivninger er også inkludert som ekstraordinære i dette tilfellet. (Orkla, 2015a, 95).

Hovedvekten av Orkla sine kostnader er knyttet til vareforbruket og utgjør cirka 55 % av totale driftskostnader. De andre to hovedgrupperingene er lønn og andre driftskostnader som består av for eksempel reklame, energikostnader, transport og leiekostnader.

Kostandene har variert i takt med inntektene de siste årene, noe som indikerer en høy grad av variable kostnader og en god evne til å tilpasse seg endrede forhold. På bakgrunn av dette predikeres inntekter og driftsmargin, fremfor å estimere kostnadene direkte.

7.3 Driftsmargin – EBIT

Formålet med den strategiske analysen er å vurdere fremtidig posisjon og hvilke forhold i bransjen som vil kunne virke inn på fremtidig inntjening.

Lave etableringstrusler, drevet av stordriftsfordeler, importvern og immaterielle eiendeler, vil redusere sannsynligheten for nyetablerere med stor strategisk satsning, som kan drive marginene nedover. I tillegg er leverandørenes forhandlingsmakt forholdsvis lav grunnet liten grad av differensiering, som vil virke positivt inn på marginene da aktørene kan presse innkjøpsprisene nedover.

På den andre siden er kundenes forhandlingsmakt signifikant, hvor store aktører opererer i et konsentrert marked. Dette kan føre til en svakere forhandlingsposisjon for Orkla når det kommer til priser, sortiment og plassering, som indirekte kan påvirke marginen gjennom redusert salg.

Videre vil press fra etablerte aktører virke negativt inn på margin. Isolert sett vurderes konkurransen fra internasjonale aktører som noe lavere enn den nordiske, grunnet handelsreguleringer, samt Orkla sine konkurransefortrinn basert på lokal kjennskap og en annen type nærhet til kunden. Den lokale konkurransen er nokså intensiv på merkevarenivå, noe som kan påvirke fortjenesten dersom en større strategisk satsning fører til prispress eller økte kostnader.

En av de største truslene mot Orkla vil være EMV, som gjerne er kopier av kjente merkevarer, men til en lavere pris. Her må selskapet jobbe aktivt med å bevare og videreutvikle sine konkurransefortrinn innenfor merkevarelojalitet, for å beholde sin posisjon som markedsleder. Det som taler i Orkla sin favør er deres valg av differensiert strategi. De kundene som velger EMV kan oppfattes som kunder med høy prissensitivitet og lav lojalitet, mens Orkla henvender seg til et kundesegment hvor andre faktorer, som kvalitet og merkevare, står sterkere enn pris.

De historiske dataene viser at driftsmarginen har holdt et jevnt nivå rundt 11 % de siste årene. Dette er forholdvis lav sammenlignet med store internasjonale aktører som indikerer et mulig forbedringspotensial, spesielt på kostnadssiden. Orkla oppgir at dette kan gjøres gjennom for eksempel skalafordeler innenfor salg og produktutvikling mellom de ulike geografiske områdene. I tillegg vil administrasjonen bære preg av mer sentralisering, fabrikkene og distribusjonen utnyttes mer effektivt, og man vil ha økt fokus på IT-systemer (Ruzicka, 2017b, 6).

Med bakgrunn i dette konkluderes det med at det finnes noe uutnyttet potensiale for vekst i margin, men denne dempes av forhold i bransjen som konkurransesituasjon og kundenes forhandlingsmakt. Fremtidig driftsmargin er estimert å øke til 14 %, for så å falle til et nivå på 10 % etter eksplisitt periode. Dette gjøres på bakgrunn av diskusjonen vedrørende forvitring av konkurransefortrinn, jmf. kapittel 6.1.

Orkla (mill. NOK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Inntekter	34 194	35 391	36 736	38 205	39 924	41 721	43 390	45 125	46 705	48 106
Kostnader	30 091	31 144	31 960	33 238	34 335	35 880	37 749	39 710	41 567	43 295
Driftsresultat før skatt i	4 103	4 247	4 776	4 967	5 589	5 841	5 641	5 415	5 138	4 811
Margin	12,0 %	12,0 %	13,0 %	13,0 %	14,0 %	14,0 %	13,0 %	12,0 %	11,0 %	10,0 %

7.4 Avskrivninger

Orkla operer med forskjellige avskrivningssatser for de forskjellige grupperingene av driftsmidler, hvor for eksempel eiendom har de laveste satsene på 2-4 %, og IT har de høyeste satsene på 16-33 % (Orkla, 2015a, 104-106). Avskrivningene har steget gradvis fra 7,4 for å stabilisere seg rundt 9 % av totale driftsmidler.

Orkla har store balanseførte verdier i varemerker, men naturlig nok er det en veldig liten andel av disse som har en identifiserbar levetid og som derfor kan avskrives.

Amortiserbare varemerker står for 0,7 % av total balanseført verdi i varemerker, som fører til lave totale avskrivninger innenfor denne kategorien. I tillegg er det mindre avskrivninger knyttet til andre immaterielle eiendeler, som utviklingskostnader.

Det fremkommer ikke noen spesielle parametere i den strategiske analysen, som vil kunne påvirke avskrivningene. Disse estimeres derfor med bakgrunn i historiske data og vi har valgt en avskrivningssats på 9 % av varige driftsmidler.

Orkla (mill. NOK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Varige driftsmidler	11 626	12 773	13 258	13 789	14 409	15 057	15 660	16 286	16 856	17 362
i % av salg	34 %	36 %	36 %	36 %	36 %	36 %	36 %	36 %	36 %	36 %
Avskrivninger	1 046	1 150	1 193	1 241	1 297	1 355	1 409	1 466	1 517	1 563
i % av AM	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %

7.5 Investeringer

Rentenivået, som allerede nevnt i PESTEL-analysen, er forholdvis lavt og forventes å være lavt de neste årene. Dette forholdet isolert sett kan ha en positiv innvirkning på investeringsviljen til selskapet.

Investeringsbehovet kan deles inn i to kategorier; Reinvesteringer og ekspansjonsinvesteringer. Alt ettersom varige driftsmidler forringes, må man investere tilsvarende for å opprettholde salgsnivået. Avskrivningene representerer denne forringelsen og derfor også reinvesteringsbehov. I tillegg representerer vekst et behov for ekspansjonsinvesteringer. Disse er tatt høyde for gjennom en predikering av varige driftsmidler i prosent av salg, slik at når inntektene vokser vil også behovet for driftsmidler bli hensyntatt. Totalt investeringsbehov er derfor en kombinasjon av estimerte avskrivninger og endringen i varige driftsmidler.

Balanseverdien på varige driftsmidler i prosent av totale inntekter var 32 % i 2014 og 2015. Den strategiske analysen trekker i retning av større satsning innenfor blant annet teknologi, miljø og bærekraft. De kommende årene vil det derfor være nødvendig med en viss grad av investeringer som øker nivået på varige driftsmidler raskere enn selve

veksten til selskapet. Med bakgrunn i dette estimeres en økning i varige driftsmidler til 36 % av salg. Rent teknisk baserer investeringen seg på endringen i varige driftsmidler pluss avskrivninger.

Orkla (mill. NOK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Varige driftsmidler	11 626	12 773	13 258	13 789	14 409	15 057	15 660	16 286	16 856	17 362
Avskrivninger	1 046	1 150	1 193	1 241	1 297	1 355	1 409	1 466	1 517	1 563
Investeringer	- 2 149	- 2 296	- 1 679	- 1 771	- 1 917	- 2 004	- 2 012	- 2 092	- 2 087	- 2 068

7.6 Skatt

I et konsern med størrelse på Orkla vil det være mange faktorer som påvirker den totale skattekostnaden. Hoveddelen av skattekostnaden kommer fra den operative driften, for så å bli korrigert for en rekke andre effekter med bakgrunn i gjeldende skattelovgivning.

Som nevnt i PESTEL-analysen er kjerneområdet til Orkla preget av forholdsvis lave skattesatser. Den norske selskapsskatten ble redusert fra 28 til 27 % i 2014 og vil reduseres til 25 % med virkning fra 2016. Scheel-utvalget anbefaler en ytterligere reduksjon til 22 % de neste 3 årene, for å gradvis synke ned til et nivå på 20 % (NOU, 2014:13, 2014,118). Danmark og Finland har også reduserte sine respektive skattesatser fra henholdsvis 25 og 24,5 % til 23,5 % og 20 % i perioden 2013- 2015. Sverige har hatt en bedriftsskattesats på 22 % siden 2013, mens de baltiske landene opererer med en skattesats mellom 15-20 % i 2015 (Deloitte, 2016).

Den effektive skattesatsen vil skille seg fra den nominelle da det skattemessige resultatet vil skille seg fra resultat før skatt, grunnet permanente og midlertidige forskjeller, og fremførbart underskudd.

Uten inngående innsyn i når og i hvilken grad disse forskjellen oppstår og eventuelt reverseres foreslår Kaldestad og Møller å ta utgangspunkt i en nominell skattesats på forventet netto kontantstrøm (2015, 84). Når man ønsker å estimere skattekostnad med bakgrunn i netto kontantstrøm fra underliggende drift og det kan være inkonsekvent å bruke den effektive skatten, som også er påvirket av kapitalstrukturen til selskapet da skattefordelen av gjeld allerede er inkorporert i avkastningskravet. Med bakgrunn i dette brukes derfor de nominelle skattesatsene.

Selv om Orkla har største delen av sitt skattegrunnlag i Norge, vil de også ha betydelige skattegrunnlag i de nordiske landene med lavere nominell skattesats, slik at utgangspunktet er 24 %. Skattesatsen estimeres å synke til 19 % med bakgrunn i intensjonene om lavere skatt.

Orkla (mill. NOK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsresultat før skatt	4 103	4 247	4 776	4 967	5 589	5 841	5 641	5 415	5 138	4 811
Skatt	985	956	1 003	993	1 118	1 110	1 072	1 029	976	914
Skatt i %	24,0 %	22,5 %	21,0 %	20,0 %	20,0 %	19,0 %	19,0 %	19,0 %	19,0 %	19,0 %

7.7 Endring i arbeidskapital

Arbeidskapitalen består av varelager, fordringer og rentefri gjeld. Siden vi skal estimere kontantstrøm er det endringene som er relevant.

Varelager

Siden Orkla er produksjonsbedrift er det naturlig at de til enhver tid vil ha både råvarer og ferdigvarer på lager. I tillegg er det viktig å bemerke at Orkla har en meget bred vareportefølje, noe som i seg selv vil være en driver for et høyere varelager.

Orkla (mill. NOK)	2011	2012	2013	2014	2015
Varelager	7 435	3 884	4 528	3 873	4 623
i % av salg	24,7 %	15,8 %	16,2 %	13,1 %	13,9 %
Beholdning av eiendom under utvikling	612	359	308	200	216
i % av salg	2,0 %	1,5 %	1,1 %	0,7 %	0,7 %
Gjennomsnittlig lagertid i dager		188	120	113	100

Utviklingen de seneste årene viser en nedadgående trend, noe som tyder på at de har tatt grep for å redusere varelageret. Dette understøttes av våre beregninger av gjennomsnittlig lagertid som har gått fra 188 til 100 dager på 4 år.

For å fokusere på Orkla sitt kjerneområde skilles eiendom under utvikling ut. Disse summene er forholdsvis små, og de to boligutviklingsprosjektene er prognosert til å være ferdig i 2017. Det er ingenting som tyder på intensjon om videre eiendomsutvikling, så denne posten predikeres til null fra og med 2017.

Orkla oppgir at ytterligere effektivisering vil gjennomføres, for eksempel gjennom sammenslåing av fabrikker. Implisitt kan dette føre til en økning i omløpshastighet, samt redusert gjennomsnittlig lagertid og varelager i % av salg. Vår prediksjon er derfor at varelageret vil fortsette å synke gradvis de kommende årene, fra 13 % i 2016 og ned til 11 % i 2024.

Orkla (mill. NOK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Endring varelager	178	-156	9	-184	-15	-216	234	-191	-174	-154
Varelager	4 445	4 601	4 592	4 776	4 791	5 006	4 773	4 964	5 138	5 292
i % av salg	13,0 %	13,0 %	12,5 %	12,5 %	12,0 %	12,0 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %
Beholdning av eiendom	103	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fordringer

I analysen av arbeidskapitalen inkluderes kundefordringer, andre handelsfordringer og forskuddsbetalinger. Derivater og andre fordringer som Orkla selv har valgt å klassifisere som finansielle er utelatt.

Orkla (mill. NOK)	2011	2012	2013	2014	2015
Fordringer	8 890	4 736	5 797	4 678	5 630
i % av salg	30 %	19 %	21 %	16 %	17 %

Fordringene har gått vesentlig ned etter at Orkla startet restruktureringen av virksomheten. Selskapet tilstreber å minimere likvide midler eksternt, men på den andre siden er det naturlig å tenke seg at kundene ønsker så lang kredittid som mulig for å forbedre sin likviditet. Det nordiske dagligvaremarkedet er, som nevnt, meget konsentrert, og i tråd med funnene i Porter-analysen er kundenes forhandlingsmakt sterk. Dette gjør at Orkla står svakere i forhold til å kunne presse kredittiden ned, i tillegg til at de har høy kreditteksponering mot enkeltaktører (Orkla, 2015a, 114).

Vår vurdering er at det derfor ikke finnes noe særlig mer forbedringspotensial her og estimerer denne til å være stabil på 16 %.

Orkla (mill. NOK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Endring fordringer	159	-191	-215	-235	-275	-287	-267	-278	-253	-224
Fordringer	5 471	5 663	5 878	6 113	6 388	6 675	6 942	7 220	7 473	7 697
i % av salg	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %

Rentefri gjeld

Den rentefrie gjelden klassifisert som arbeidskapital, knytter seg i all hovedsak til leverandørgjeld, påløpte kostnader (for eksempel skyldige offentlige avgifter og lignende) og annen handelsgjeld som knytter seg direkte til varekretsløpet. Vi har valgt å inkludere betalbar skatt inn i denne posten, selv om dette er et omdiskutert tema i faglitteraturen. Dette gjøres med bakgrunn i at betalbar skatt knytter seg til underliggende drift og å inkludere den i finansiell gjeld, kan ses på som en dobbelttelling (Weiby, Grov, 2014, 66-67).

Orkla (mill. NOK)	2011	2012	2013	2014	2015
Ikke rentebærende gjeld	10 953	6 517	6 934	5 861	6 954
i % av salg	36 %	26 %	25 %	20 %	21 %

Rentefri gjeld er et positivt element for Orkla, siden den forbedrer likviditeten.

Leverandørens forhandlingsmakt er forholdsvis svak, noe som indikerer at Orkla vil stå i en god posisjon på å holde denne stabil og i hvert fall ikke forverres. Vurderingen er derfor at denne vil holde seg stabil på 22 %.

Orkla (mill. NOK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Endring rentefri gjeld	569	263	296	323	378	395	367	382	347	308
Ikke rentebærende gjeld	7 523	7 786	8 082	8 405	8 783	9 179	9 546	9 928	10 275	10 583
i % av salg	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %

8 Estimering av avkastningskrav

For et selskap finnes det flere mulige finansieringskilder, man kan enten benytte seg av internkapital i form av egenkapital eller eksternkapital i form av fremmedkapital.

Uavhengig av hvilken type kapital man velger å benytte vil samtlige parter kreve avkastning. Avkastningen skal gjenspeile alternativ investering med lik risikoprofil og kompensasjon for inflasjon og tidsverdi. Med lenger tid til forfall vil usikkerhet knyttet til tilbakebetalingen øke, samtidig som man kan gå glipp av andre og mer lukrative investeringer.

For å finne et avkastningskrav til totalkapitalen estimeres egenkapital- og gjeldskostnaden separat. Det laveste nivået av avkastning som en investor vil kreve, må overstige kostnadene til investeringen. Avkastningskravet utledes deretter gjennom å vekte disse sammen med sin respektive andel av totalkapitalen (Kaldestad og Møller, 2015, 152-152; Strøm, 2016, 85 og 94).

Følgende formel benyttes:

$$WACC = R_e \frac{E}{E + D} + R_d(1 - t) \frac{D}{E + D}$$

E = markedsverdi av egenkapital

D = markedsverdi av gjeld

R_e = selskapets egenkapitalkostnad

R_d = selskapets gjeldskostnad

T = nominell selskapsskatt

8.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

Avkastningskravet til egenkapitalen kan beregnes ved hjelp av kapitalverdimodellen (heretter kalt KVM). Modellen tar høyde for to ulike former av risiko; systematisk og usystematisk risiko. Den systematiske risikoen er koblet til den generelle risikoen i markedet, som for eksempel rentenivå, konjunktursvingninger osv. Risikoen vil være lik for alle bedrifter og den enkelte bedrift vil ikke kunne påvirke disse nevneverdig grad,

selv om graden av eksponering vil variere fra bedrift til bedrift. Den usystematiske risikoen er derimot knyttet til bedriftsspesifikke forhold, som for eksempel posisjon eller valg av kundesegment. Den usystematiske risikoen kan diversifiseres bort ved at man sprer sine investeringer, i motsetning til den systematiske risikoen. Det er derfor slik at en investor kun skal kompenseres for den systematiske delen av risikoen (Kaldestad og Møller, 2015, 154-157; Bredesen, 2015, 382-386; Berk, DeMarzo, 2014, 401).

KVM gir oss følgende formel for å beregne egenkapitalkostnaden:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

R_f =risikofri rente

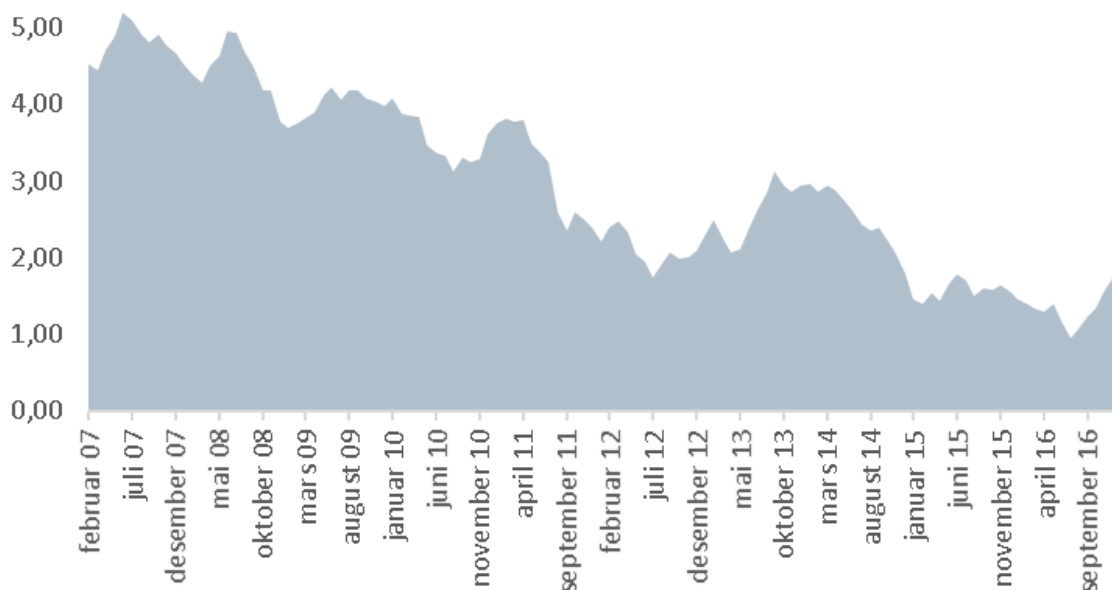
R_m =avkastning på en markedsportefølje

$R_m - R_f$ =forventet meravkastning ved å investere på børsen = markedets risikopremie

β =selskapets egenkapitalbeta = systematisk risiko

Risikofri rente

Den risikofrie renten i KVM er definert som den avkastning som en investor kan oppnå på en investering uten risiko, og typisk vil man benytte seg av statsobligasjoner som et mål på denne (Berk, DeManzo, 2014, 404).



Figur 15: Rente på norske statsobligasjoner, 10 år

I 2015 var den årlige gjennomsnittlige renten på 10-årige norske statsobligasjoner på 1,57 % og det er denne som reflekterer den risikofrie renten i KVM (Norges Bank, u.d.).

Etter eksplisitt periode på 10 år brukes normalisert risikofri rente basert på forventet langsiktig inflasjon og realrente. Her tas det utgangspunkt i PWC sin årlige spørreundersøkelse, hvor norske finansanalytikere oppgir at deres forventninger til normalisert risikofrirente ligger et sted mellom 3,5 - 4 % (PWC Norge, 2015, 7). Som nevnt i Porter-analysen, oppgir både Sveriges Riksbank, Norges Bank og Nordea Danmark at rentenivået vil fortsette å holde seg på et lavt nivå de kommende årene. Dette underbygger rimeligheten i det som PWC oppgir. Med utgangspunkt i dette, brukes 4 % som langriktig risikofri rente.

Beta

Risikofri rente og markedets risikopremie er størrelser som bestemmes i markedet og som vil være gjeldende for samtlige aktører, mens betaen er bedriftsspesifikk og tar derfor høyde for den systematiske risikoen til selskapet. Betaen er et mål på aksjekursens volatilitet og dermed også variasjon i avkastning i forhold til aksjemarkedet (Kaldestad og Møller, 2015, 160).

Noen bransjer og selskaper vil være mer følsomme for endringer i markedet og betaen til selskapene vil reflektere dette. En beta på 1 reflekterer at selskapets markedsrisiko er lik markeds, en beta på mindre enn 1 betyr at selskapet har lavere markedsrisiko enn markedet, mens en beta høyere enn 1 reflekterer en markedsrisiko som er høyere enn markedet generelt (Bredesen, 2015, 385).

Metode 1

I denne metoden brukes følgende sammenheng for å estimere beta:

$$\beta = \frac{\sigma_j * \rho_{j,m}}{\sigma_m}$$

σ_j : Standardavvik Orkla

σ_m : Standardavvik markedet

$\rho_{j,m}$: Korrelasjonskoeffisienten mellom avkastningen til Orkla og markedet

Ukentlige observasjoner er hentet ut for Orkla og MSCI World Index³ den 20.01.2016 og strekker seg 5 år tilbake i tid. Ved hjelp av disse tallene er det beregnet prosentvis endring i avkastning pr. uke for å komme frem til standardavvik og korrelasjon.

Standardavvik Orkla	0,025
Standardavvik MSCI	0,017
Korrelasjon MSCI/Orkla	0,467
Beta Orkla	0,698

³ Total return

En beta på nærmere 0,7 impliserer at volatiliteten i Orkla sin aksje er lavere enn for markedet generelt. Intuitivt virker dette rimelig med tanke på at Orkla ikke opererer innenfor en veldig konjunkturfølsom bransje og i stor grad tilbyr nødvendighetsgoder.

Metode 2

For å kvalitetssikre beregningene i metode en gjennomføres også en regresjonsanalyse som viser den lineære sammenhengen mellom en uavhengig og en avhengig variabel. I dette tilfellet vil Orkla være den avhengige variabelen og børsindeksen den uavhengige. Beta reflekterer hvor mye den avhengige variabelen endrer seg hvis den uavhengige variabelen endrer seg med en måleenhet (Johannesen, Christoffersen, Tufte, 2011, 336-337).

Regresjonsanalysen viser en betaverdi på 0,6978, som naturlig nok samsvarer med beregningene i metode 1, da de baserer på samme beregningsgrunnlag. En regresjonsanalyse gir også nyttig tilleggsinformasjon i form av for eksempel forklaringskraften, R^2 . I dette tilfelle er R^2 0,22, noe som indikerer at 22 % av endringen i avkastningen til Orkla kan forklares ved hjelp av endringen i markedsporteføljen. Videre betyr dette at 78 % av endringen i avkastning ikke forklares i modellen. Med et 95 % konfidensintervall ligger verdien mellom 0,534 og 0,861.

Metode 3

For ytterligere kvalitetssikring kan det også være relevant å se på betaen til sammenlignbare selskaper. Aksjekursene er hentet 27.01.2016 og strekker seg fem år tilbake i tid. Gjennomsnittet for de sammenlignbare selskapene ligger på 0,63 og tallene fra Eikon på 0,74.

	Våre	Eikon
Beta Mondelez	0,818	0,880
Beta Unilever	0,761	0,880
Beta P&G	0,483	0,620
Beta Nestle	0,607	0,770
Beta General Mills	0,490	0,570
Gjennomsnitt	0,632	0,744

Oppsummert samsvarer den beregnede betaen på 0,698 med regresjonsanalysen og befinner seg innenfor et rimelig intervall i forhold til sammenlignbare selskaper. Vi konkluderer derfor med at 0,698 er et fornuftig estimat for betaverdien i KVM.

Markedets risikopremie

I KVM gjenspeiler $R_m - R_f$ markedets risikopremie, som er den økte avkastningen en investor forventer å motta utover den risikofrie avkastningen, hvis man investerer i markedsporteføljen (Bredesen, 2015, 385). Markedsporteføljen er en teoretisk portefølje hvor alle eiendeler i samfunnet inngår, men i realiteten brukes gjerne en børsindeks som mål for denne størrelsen.

Da dette er et av de mest omdiskuterte og viktigste temaene innenfor finans finnes det mange forskjellige fremgangsmåter og tilnærminger til problemstillingen.

Metode 1 – Historisk risikopremie

Denne metoden sammenligner avkastningen på markedsindeks med avkastningen på statsobligasjoner over tid. Det tas utgangspunkt i «*The worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle*» skrevet av Dimson, Marsch og Staunton fra London Business School som analyserer historisk avkastning med formål om å kunne si noe om hvilken risikopremie investorer kan forvente i fremtiden. Artikkelen tar utgangspunkt i at dagens globaliserte verden gjør at markedets risikopremie på sikt vil konvergeres. Med utgangspunkt i aritmetisk gjennomsnitt estimeres risikopremien til 5 % (2006, 30).

Noen utfordringer med denne metoden er at historiske faktorer er inkludert som nødvendigvis ikke vil inntreffe på nytt, samt skjevt utvalg ved at kun børser som har overlevd over tid vil være inkludert. På den andre siden vil historisk data kunne være et godt estimat på fremtiden, i mangel på andre bedre indikatorer (Kaldestad og Møller, 2015, 166-167).

Metode 2 - Spørreundersøkelse

I denne metoden tas det utgangspunkt i PWC sine spørreundersøkelser blant finansanalytikere i Sverige, Norge og Danmark. I Norge oppgir respondentene at risikopremien er 5 %, i Sverige 6,5 % og i Danmark 5,6 % (PWC Norge, 2016, 8; PWC Sverige, 2016, 3; PWC Danmark, 2016, 3). Dersom disse vektet med andelen av totale salgsinntekter i de respektive landene blir en estimert risikopremie 5,6 %.

Ulempen med denne metoden er at utvalget er forholdvis lite og at respondentene vil være påvirket av utviklingen som ligger nærmest i tid, ankereffekt og andre undersøkelser. Videre anbefaler ikke Kaldestad & Møller å bruke denne metoden dersom man har andre alternativer (2015, 170). Konklusjonen blir derfor at vi benytter oss av metode 1 og estimerer markedets risikopremie til 5 %.

Endelig beregning av avkastningskrav til egenkapitalen

Ved innsetning i $R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$ får vi følgende tall:

$$R_e: 1,57 \% + 0,698 * 5 \% = \mathbf{5,06 \%}$$

$$R_e \text{ etter 10 år: } 3,5 \% + 0,698 * 5 \% = \mathbf{7,49 \%}$$

8.2 Avkastningskrav til gjeld

Avkastningskravet til gjelden beregnes ved hjelp av følgende formel:

$$R_d = (R_f + \text{risikopåslag})(1 - s)$$

R_f: Risikofri rente

S: Nominell skattesats

Risikofrirente

Man bør etterstrebe å ha konsistens mellom valget av den risikofrie renten i både avkastningskravet til egenkapital og gjeld (Kaldestad og Møller, 2015, 177). Samme forutsetning benyttes derfor her; 1,57 % som risikofri rente i eksplisitt periode, og 4 % etter eksplisitt periode på 10 år.

Risikopåslag

En kreditor vil være eksponert for en viss grad av risiko knyttet til mislighold av investeringer. For å kompensere for denne risikoen krever investorene ulike påslag som skal veie opp for forventet tap ved for eksempel tilbakebetaling av lån.

Metode 1 – Syntetisk rating

Når det kommer til risikopåslaget anslås en kredittrating på selskapet, basert på noen av de nøkkeltallene som kredittratingbyråene benytter seg av.

	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT/Brutto rentekost	4,4 BBB	5,3 BBB+	5,9 BBB+	9,4 A+	10,9 AA
EBITDA/Brutto rentekost	6,1 BBB	6,7 BBB	8,0 BBB+	12,3 A+	14,6 AA
LG/(LG+EK)	31 % A+	24 % AA	21 % AA	22 % AA	21 % AA
Kredittrating:	BBB	BBB	A-	A+	AA

Siden kontantstrømmen estimeres fremover i tid legges mest vekt på de siste årene og med et vektet gjennomsnitt estimeres en kredittrating på A.⁴ Ved bruk av indeks over rente på obligasjonslån med tilsvarende rating, gir dette oss et risikopåslag på 0,98 (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2017).

⁴ 2015: 40 %, 2014: 30 %, 2013-2011: 10 %

Metode 2 – Rente på selskapets børsnoterte obligasjonslån

Her blir risikopåslaget estimert ved hjelp av renten selskapet betaler på obligasjonslån, minus risikofri rente på lån med tilsvarende løpetid.

Implikasjonen av at selskapet har obligasjonslån er at markedet allerede har estimert et risikopåslag. Man ser på obligasjonens pålydende, kupongutbetalingene og prisen i markedet, for å bestemme effektiv rente ved hjelp av følgende formel:

$$-\bar{B} + \frac{K}{1+y} + \frac{K}{(1+y)^2} + \dots + \frac{K+M}{(1+y)^n} = 0$$

Figur 16: Intern rente (Strøm, 2016, 85)

B: Pris i markedet
K: Kupongutbetaling
Y: Effektiv rente, IRR
M: Pålydende

Av de fem obligasjonslånene som Orkla besitter har vi valgt å basere oss på de to med lengst tid til forfall. Dette gjøres med bakgrunn i at det skal estimere kontantstrømmer frem i tid, slik at løpetiden samsvarer bedre med eksplisitt periode.

	ORK80	ORK82
Pris i markedet (pr.), B	1 149 900 000	1 498 650 000
Kupongrente, K	4,35 %	1,68 %
Pålydende, M	1 000 000 000	1 500 000 000
Antall år til forfall	7 år	5 år
Effektiv rente, y	2,03 %	1,70 %
- Risikofrirente 5-årig statsobligasjoner	0,99	0,99
Risikopåslag	1,04 %	0,71 %

Figur 17: Utrekning av risikopåslag (NOK)

Gjennomsnittlig risikopåslag for de to obligasjonslånene ligger på 0,875 % og denne brukes som risikopåslag.

Konklusjonen er at risikopåslaget i de to metodene samsvarer, men vi velger å bruke metode to. Bakgrunnen for dette er at dette risikopåslaget er basert på faktiske opplysninger knyttet til Orkla, mens syntetisk rating baserer seg på sammenligning. Andre ting som taler mot å bruke en syntetisk rating er at ratingene fra et byrå bygger på vurdering av mange flere kvantitative nøkkeltall i tillegg til kvalitative faktorer, samt vil variere fra bransje til bransje (Kaldestad og Møller, 2015, 176).

Skattesats

Den nominelle skattesatsen, med virkning fra 2016, er 25 % i Norge og det er denne som benyttes (Finansdepartementet, 2016). Grunnen til å bruke den nominelle skattesatsen er for å komme frem til markedsavledet alternativkost til kapitalen. Det er ingen grunn til å tro at selskap med lavere skattesats kaster av seg mer eller mindre enn alternative investeringer og derfor blir det også naturlig å bruke den nominelle skattesatsen (Kaldestad og Møller, 2015, 177). Med bakgrunn i diskusjonen i kapittel 7.6 er det foreslått en reduksjon av den nominelle skattesatsen mot 2022, men dette benyttes ikke inn i avkastningskravet da vi ikke ønsker å forskuttere en eventuell skatteeffekt.

Endelig beregning av avkastningskrav til gjelden

Ved innsetting i $R_d = (R_f + \text{risikopåslag})(1 - s)$ får vi følgende tall:

$$R_d: (1,57 \% + 0,875) * 0,75 = \mathbf{1,83 \%}$$

$$R_d \text{ etter 10 år: } (4 \% + 0,875) * 0,75 = \mathbf{3,66 \%}$$

8.3 WACC

Markedsverdi	MNOK	Andel
Egenkapital	78 948	89 %
Gjeld	9 295	11 %

$$\text{WACC: } 5,06 \% * 89 \% + 1,83 \% (1 - 0,25) * 11 \% = \mathbf{4,72 \%}$$

$$\text{WACC etter eksplisitt periode: } 7,49 \% * 89 \% + 3,66 \% (1 - 0,25) * 11 \% = \mathbf{7,09 \%}$$

9 Estimering av verdi av egenkapitalen

Orkla (mill. NOK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Fri kontantstrøm	3 034	2 163	3 377	3 347	3 939	3 975	4 300	3 673	3 512	3 321
Sluttverdi										83 728
Fri kontantstrøm + sluttverdi	3 034	2 163	3 377	3 347	3 939	3 975	4 300	3 673	3 512	87 049

Ved hjelp av avkastningskravene på henholdsvis 4,72 og 7,09 % etter eksplisitt periode neddiskonteres disse kontantstrømmene, og verdien fra underliggende drift blir 79,6 mrd. NOK. For å komme frem til endelig verdi av egenkapitalen justeres det for eiendeler og gjeld som ikke er relatert til driften, det vil si finansielle poster og ikke driftsrelaterte eiendeler (Kaldestad og Møller, 2015, 191-192).

Ikke driftsrelaterte eiendeler

De eneste eiendelene Orkla selv definerer som ikke driftsrelaterte er kategorisert som «*eiendeler holdt for salg*». I all hovedsak knytter seg denne posten til salg av merkevarene Alevo og Asan, hvor salg av disse var en forutsetning for å få godkjent oppkjøpet av Cederroth. Disse har en balanseverdi på 182 mill. NOK.

Rentebærende gjeld

Den langsiktige rentebærende gjelden er vurdert til av markedsverdi på obligasjonslånene, samt balanseverdi på resterende lån. Kortsiktig rentebærende gjeld består av balanseverdien på banklån, kassekreditt, andre rentebærende lån, i tillegg til andre kortsiktige gjeldsposter som Orkla har klassifisert som finansielle, deriblant derivater.

Rentebærende gjeld	(mill. NOK)
Langsiktig gjeld	-8 670
Kortsiktig gjeld	-625
Sum	-9 295

Finansielle eiendeler

Finansielle elementer	(mill. NOK)
Likvide midler	169
Investering i tilknyttede selskaper	14 153
Fordringer m.m.	1 066
Avsetninger og annen langsiktig gjeld	-2 712
Aksjer	1 412
Sum	14 088

- *Likvide midler*

Dette er kortsiktige plasseringer, som ikke er nødvendig transaksjonslikviditet for selskapet.

- *Investering i tilknyttede selskaper*

Orkla har større eierinteressen i Sapa (50 %) og Jotun (42,5 %). Vi har brukt multipler for å estimere markedsverdien på disse interessene. Multipelen som har blitt brukt er EV/EBIT og baserer seg på bransjetall for *Chemical Commodities* for Jotun og *Aluminum* for Sapa.

(mill. NOK)	Sapa AS	Jotun AS
EV/EBITDA	5,94	7,24
EBITDA	2 728	2 064
Enterprise Value	13 235	18 083
Netto rentebærende gjeld	2 969	-3 140
Verdi på selskapet	10 266	21 222
Eierandel	50,0 %	42,5 %
Orklas eierinteresser	5 133	9 020
Totale eierinteresser		14 153

- *Fordringer*

Denne posten består av andre langsiktige og kortsiktige fordringer av finansiell karakter, som betyr alle fordringer som ikke er inkludert i arbeidskapitalen.

- *Avsetninger og annen langsiktig gjeld*

Denne posten er hentet ut fra balansekontoen med samme navn og inneholder pensjonsforpliktelser, andre avsetninger for forpliktelser, annen langsiktig gjeld og derivater.

Det bemerkes at avsetninger i noen tilfeller kan være driftsrelatert, men etter en gjennomgang av notene i årsrapporten defineres disse som engangsposter, knyttet til for eksempel tapsbringende kontrakter. Vår vurdering er derfor at disse er av finansiell karakter.

- *Aksjer*

Balanseverdien på posten «*aksjer og finansielle eiendeler*» er justert til gjeldende markedsverdi pr. 31.12.2015, og har en verdi på 1,376 mrd. NOK. I tillegg til dette har Orkla 36 millioner NOK i langsiktige aksjeverdier, som er verdsatt etter samme prinsipp.

	(mill. NOK)
Nåverdi	79 601
Ikke driftsrelaterte eiendeler	182
Netto rentebærende gjeld	4 793
Verdi	84 576
Minoriteter	-1 045
Verdi av egenkapitalen	83 531

Siden verdien av de finansielle eiendelene overstiger verdien til den rentebærende gjelden, blir netto rentebærende gjeld positiv, noe som tilfører verdi for aksjonærene.

Den siste nødvendige justeringen for å komme frem til en endelig verdi av egenkapitalen er å se på hvor stor andel av verdien som tilfaller minoritetseiere. Denne er beregnet ved å se hvor stort andel av balanseført egenkapital som tilfaller disse. I dette tilfelle eies 1,24 % av egenkapitalverdien av minoritetseiere, noe som følgelig betyr at 1,24 % av estimert verdi skal tilfalle disse. Denne verdien trekkes ut og gir en sluttverdi på Orkla ASA på 83,5 mrd. NOK.

10 Alternativ verdsettelse

For å kvalitetssikre og vurdere rimeligheten av verdien i DCF-modellen benyttes en verddivurdering ved hjelp av multipler. Multiplene er beregnet med utgangspunkt i årsrapportene for 2015 og markedsverdien av egenkapital på aksjekurser pr. 08.03.2017.

Følgende selskaper er inkludert i vurderingen:

- Mondelez⁵
- Nestlé
- Procter & Gamble
- Unilever
- General Mills
- Danone

De ulike multiplene er fremstilt grafisk, sammen med median og gjennomsnitt. I tillegg er Orkla sin multippel tatt med til sammenligning, men for ordens skyld ønsker vi å presisere at disse tallene ikke er tatt med i beregningen av median og gjennomsnitt. Til slutt oppsummeres resultatene for å finne endelig verdi.

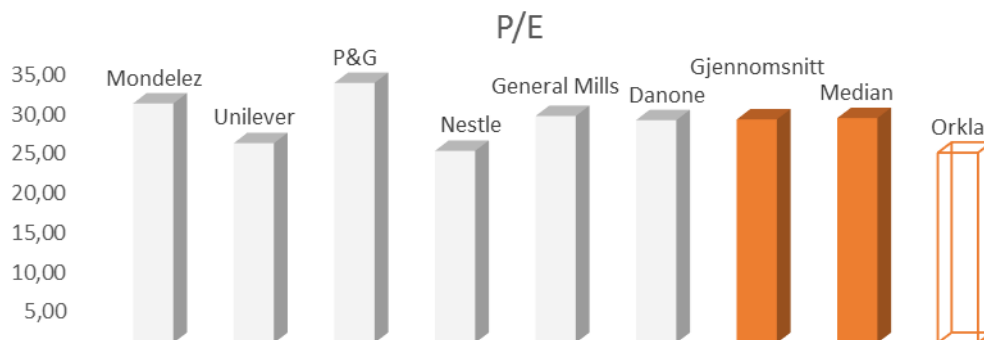
P/E – Price/Earnings

Definisjon:
$$\frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

Dette forholdet sier noe om hvor mye en aksjonær er villig til å betale pr. krone avkastning i selskapet. Multippelen er hyppig brukt på grunn av dens enkelhet, men ulempen er at den ikke bare viser resultater fra underliggende drift uten også er påvirket av kapitalstrukturen til selskapet (Kaldestad og Møller, 2015, 228).

P/E-multippelen er forholdsvis jevn blant de sammenlignbare selskapene og viser at aksjonærene er beredt til å betale cirka 28 ganger avkastningen i 2015. Dersom disse multiplene blir brukt vil Orkla ha en estimert verdi i et intervall fra 79 til 108,6 mrd. NOK, mens gjennomsnitt og median gir en verdi på henholdsvis 95 og 96 mrd. NOK.

⁵ Grunnet ekstraordinære inntekter knyttet til fisjon av kaffevirksomheten i 2015, har regnskapstall fra 2014 blitt benyttet.



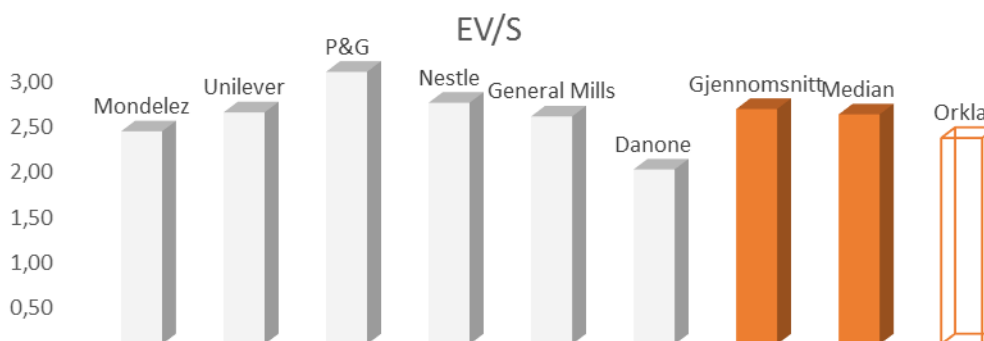
Figur 18: P/E multipl.

EV/S – Enterprise Value/Sales

Definisjon:
$$\frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto rentebærende gjeld}}{\text{Salg}}$$

Dette forholdet sier noe om hvor mye en aksjonær er villig til å betale for en krone salg i selskapet. Multiplene kan bli noe misvisende da den forutsetter at de sammenlignbare selskapene har samme kostnadsstruktur og derav også samme margin (Ibid., 230). Siden verdien av selskapet ikke drives av omsetning, men lønnsomhet, vil denne multiplene kunne bli alt for grov da de sammenlignbare selskapene ikke har samme margin. Ut i fra våre beregnede multipler skiller P&G og Danone seg ut, noe som for eksempel kan ha sammenheng med at disse har henholdsvis noen av de høyeste og laveste marginene av selskapene.

Med disse multiplene ville Orkla hatt en estimert verdi på 64 til 118 mrd. NOK, mens gjennomsnitt og median gir en verdi på henholdsvis 90 og 88 mrd. NOK.



Figur 19: EV/S multipl.

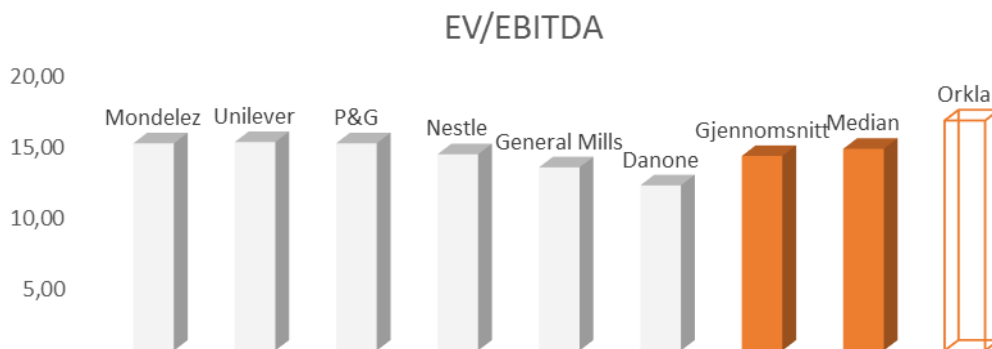
EV/EBITDA – Enterprise Value/EBITDA

Definisjon:
$$\frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

Multipelen tar utgangspunkt i den underliggende driften, da man ekskluderer eventuelle forskjeller på grunn av for eksempel ulik avskrivningsprofil og finansposter. Metoden tar ikke høyde for viktige parametere, for eksempel fremtidige investeringsbehov, men vår vurdering er at FMCG-bransjen er lite kapitalintensiv (Ibid., 232).

Multiplene for selskapene er forholdsvis jevne, noe som tilsier at selskapene i bransjen er priset forholdsvis likt med utgangspunkt i EBITDA. Orkla skiller seg ut ved at de har en høyere multiplenum enn gjennomsnittet i bransjen og en mulig forklaring av dette kan være at de har forholdsvis lav gjeld. Multipelen tar ikke høyde for finansposter slik som rentekostnader, mens aksjekursen reflekterer investorenes forventninger til utbytte og fremtidig vekst. I Orkla sitt tilfelle vil en lavere gjeldsbelastning føre til en forventning om høyere resultat- og utbyttegrad, og derfor også en høyere betalingsvillighet i markedet.

Med disse multiplene får Orkla en estimert verdi på 54 til 68 mrd. NOK, mens gjennomsnitt og median gir en verdi på henholdsvis 67 og 70 mrd. NOK.



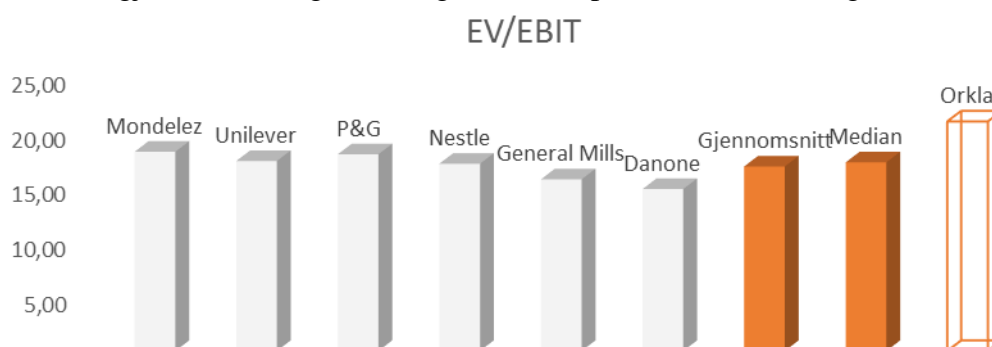
Figur 20: EV/EBITDA multiplenum

EV/EBIT – Enterprise Value/EBIT

Definisjon:
$$\frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

Denne multippelen har store likheter med den forrige, men her inkluderes også avskrivninger for å tilgodese investeringsbehovet. Det er viktig å bemerke seg at det ikke alltid er slik at avskrivningene reflekterer investeringsbehovet, spesielt dersom bransjen er i endringsfase som tilsier en høy investeringsgrad. Andre momenter som kan forstyrre den parameteren er ulik avskrivning av goodwill, noe som vil være relevant for denne bransjen hvor graden av oppkjøp er høy (Ibid.).

De samme premissene for Orkla sin høye verdi vil også være gjeldende i denne multippelen, da kun avskrivninger og nedskrivninger vil skille disse multiplene fra hverandre. Med disse multiplene ville Orkla hatt en estimert verdi på 53 til 65 mrd. NOK, mens gjennomsnitt og median gir en verdi på henholdsvis 64 og 66 mrd. NOK.



Figur 21: EV/EBIT multippel

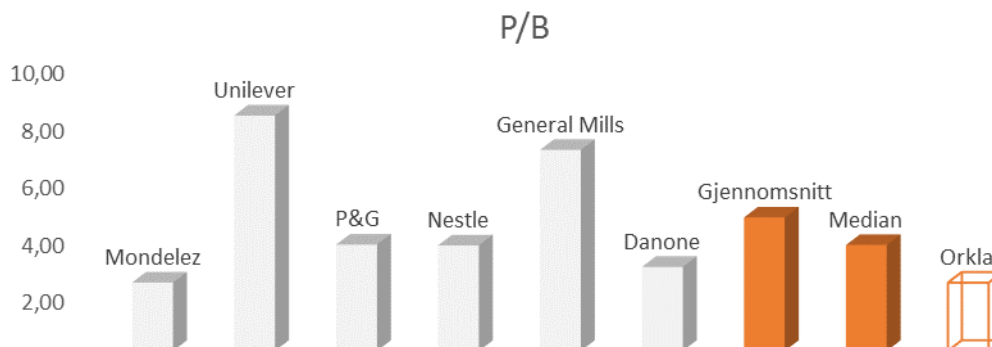
P/B – Price/Book

Definisjon:
$$\frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

Denne multippelen reflekterer markedets forventninger til hvorvidt selskapet klarer å skape merverdi ved hjelp av eiendelene til selskapet. Ulempen med multippelen gjør seg spesielt gjeldende i bransjer med høye bokførte verdier i immaterielle eiendeler, hvor bokførte verdier kan være forholdvis lave. I tillegg vil det også kunne være stor forskjell mellom selskaper som har vokst organisk, kontra selskaper som har kjøpt opp andre selskaper og på denne måten kunnet balanseføre store goodwill verdier til virkelig verdi. Ulike investeringsbeslutninger knyttet til for eksempel leie vs. eie vil også så kunne påvirke multippelen (Ibid., 233-234).

Med disse multiplene ville Orkla hatt en estimert verdi på 80 til 273 mrd. NOK, mens gjennomsnitt og median gir en verdi på henholdsvis 155 og 84 mrd. NOK.

Denne gir noe ujevne resultater, som ikke er overraskende da bransjen i stor grad preges av oppkjøp som fører til høye bokførte verdier av goodwill. Med bakgrunn i dette, samt diskusjonen foran ekskluderes denne multiplere fra den endelige beregningen av verdien.



Figur 22: P/B multiplere

Oppsummering og resultat

For å komme frem til en endelig multiplere brukes gjennomsnitt og median av de ulike multiple fra de seks selskapene. Videre kombineres disse med multiplikatoren for Orkla og vi får et endelig estimat for den relative prisingen av selskapet.

	P/E	EV/Salg	EV/EBITDA	EV/EBIT
Multipler (Gjennomsnitt)	28,20	2,59	13,75	16,80
Multipler (Median)	28,37	2,53	14,25	17,17
Multiplikator	Earnings	Salgsinntekt	EBITDA	EBIT
Multiplikator	3 368	33 198	4 640	3 609
Enterprise Value (Gjennomsnitt)		86 000	63 789	60 615
Enterprise Value (Median)		84 033	66 134	61 977
Netto gjeld		3 523	3 523	3 523
Pris (Gjennomsnitt)	94 981	89 523	67 312	64 138
Pris (Median)	95 540	87 556	69 657	65 500

Figur 23: Oppsummering multipler (Pris i mill. NOK)

Som vi ser spriker resultatene noe i begge retninger, men dersom et gjennomsnitt av de beregnede gjennomsnittsprisene benyttes får vi en verdi på 79 mrd. NOK. Dersom median av de beregnede medianprisene benyttes får vi en verdi på 78,6 mrd. NOK.

Verdiene fra beregninger av gjennomsnitt og median ligger noe under verdien fra DCF-modellen. Her ligger det noe usikkerhet knyttet til de sammenlignbare selskapene, som kan forklare deler av avviket mellom disse. Selv om multipler er en god måte å se på betalingsvilligheten til et sammenlignbart selskap, er det viktig å bemerke seg at denne ikke tar hensyn til faktorer som vil kunne påvirke den underliggende driften og dermed kontantstrømmene til selskapet.

11 Sensitivitetsanalyse

I denne oppgaven har vi prøvd å foreta så rimelige forutsetninger som mulig, men det er viktig å merke seg at en verdsettelse allikevel vil inneholde en god del subjektive vurderinger. Vi ønsker derfor å se hvor stor usikkerhet det er knyttet til ulike nøkkelparametere som påvirker verdien og skal derfor benytte oss av to ulike metoder for å teste denne.

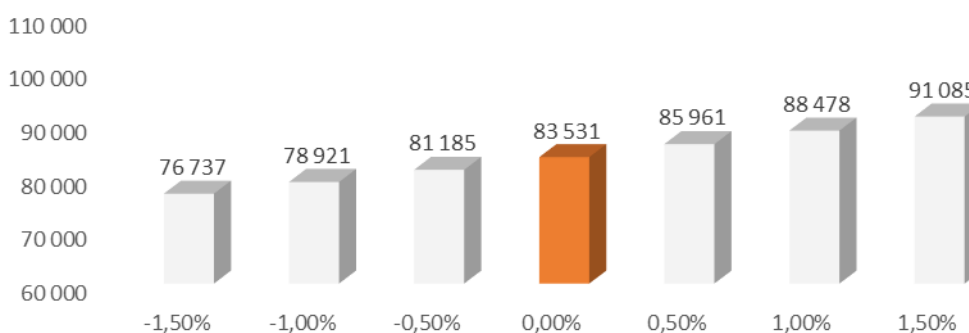
11.1 Statisk sensitivitetsanalyse

I denne metoden undersøkes hvilke parametere som har størst påvirkning på den endelige verdien. For å finne et parameters påvirkningsgrad har disse blitt endret, mens alt annet er hold likt. De viktigste parametere i en verdsettelse er kontantstrømmer fra underliggende drift og det avkastningskrav som ligger til grunn for å diskontere disse. De variablene som inkluderes i denne analysen er de viktigste driverne av disse to parametere.

Eksplisitt periode betegner budsjettperioden 2016-2025, mens steady-state oppnås fra 2026 og betegnes som etter eksplisitt periode.

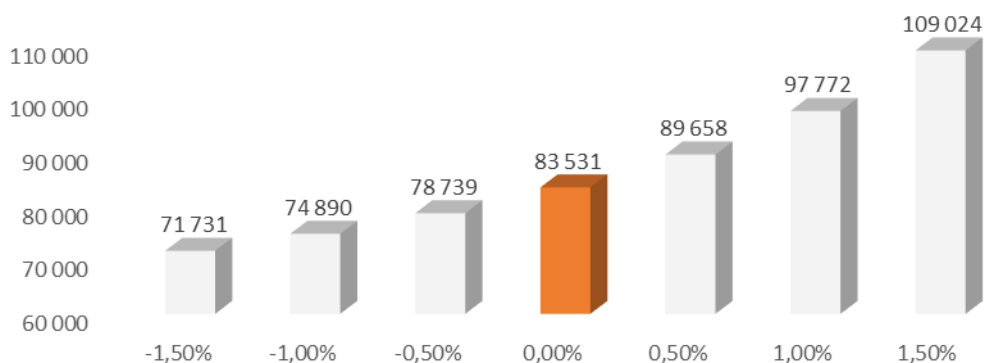
Vekst

Når veksten endres i samtlige år i eksplisitt periode med +/- 1,5 prosentpoeng, endrer verdien seg i intervallet fra 76,7 til 91 mrd. NOK. Dette tilsvarer en nedgang på 8 %, og en økning på 9 %.



Figur 24: Endring vekst eksplisitt periode (mill. NOK)

Tilsvarende endring av veksten etter eksplisitt periode gir en laveste verdi på 71,7 mrd. NOK og en høyeste verdi på 109 mrd. NOK. Dette tilsvarer en nedgang på 14 % og en økning på 30 %.

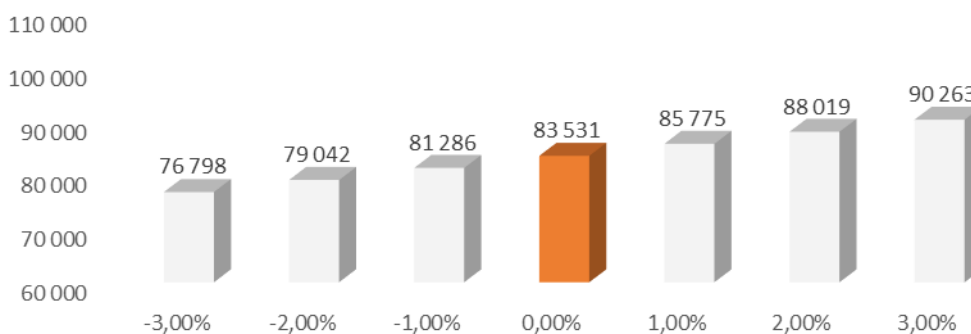


Figur 25: Endring vekst etter eksplisitt periode (mill. NOK)

Endringen i vekst etter eksplisitt periode er derfor mer følsom overfor endring, sammenlignet med veksten før eksplisitt periode. Spennet mellom laveste og høyeste verdi er hele 37,3 mrd. NOK, slik at verdien vil være sterkt avhengig av estimatene på denne parameteren.

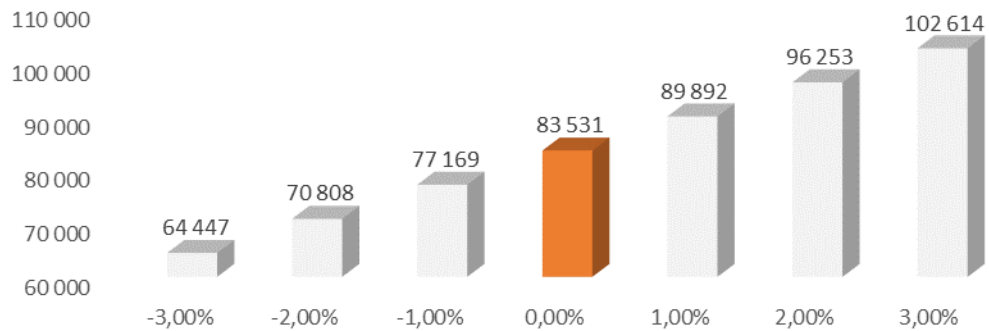
Margin

Utgangspunktet for marginen er en estimering i intervallet 11-14 %. Når marginen endres i samtlige år i eksplisitt periode med +/- 1,5 prosentpoeng, endrer verdien seg i intervallet 76,8 til 90,3 mrd. NOK. Dette tilsvarer en nedgang på 8 %, og en økning på 9 %.



Figur 26: Endring margin eksplisitt periode (mill. NOK)

Når det kommer til marginen etter eksplisitt periode var utgangspunktet 10 %. Når denne endres med +/- 1,5 prosentpoeng, fremkommer et verdiintervall mellom 64,4 og 102,6 mrd. NOK. Dette tilsvarer en nedgang på 22 % og en økning på 23 %. Denne parameteren er meget sensitiv, også for små endringer.



Figur 27: Endring margin etter eksplisitt periode (mill. NOK)

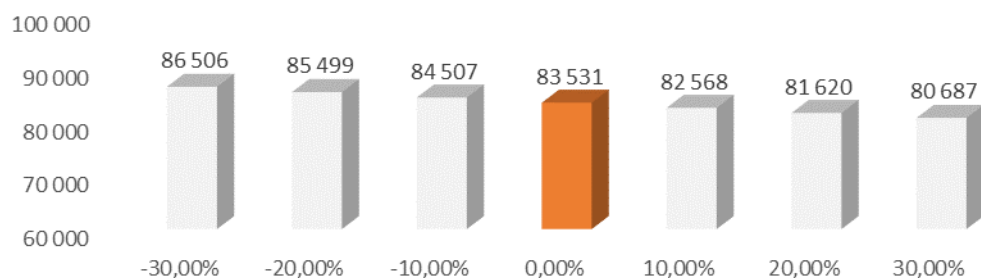
Skattesats

Utgangspunktet er to ulike scenarier for skattesatsen de kommende årene. I det opprinnelige estimatet tas det utgangspunkt i anbefalingene fra Scheel-utvalget om å redusere den nominelle bedriftsskattesatsen ned til 22 % de kommende tre årene, for så å gradvis synke til 20 %, mens skattesatsene i de andre landene hvor Orkla har skattegrunnlag er enda lavere.

Scenario én tilsvarende det opprinnelige estimatet og gir en estimert verdi på 83,5 mrd. NOK, mens scenario to innebærer at skattesatsen ikke vil falle, men vil ligge jevnt på dagens nivå. Scenario to gir en estimert verdi på 78,6 mrd. NOK, altså en reduksjon på 6 %. Følgelig vurderes det at skattesatsen ikke vil påvirke verdien til Orkla i betydelig grad.

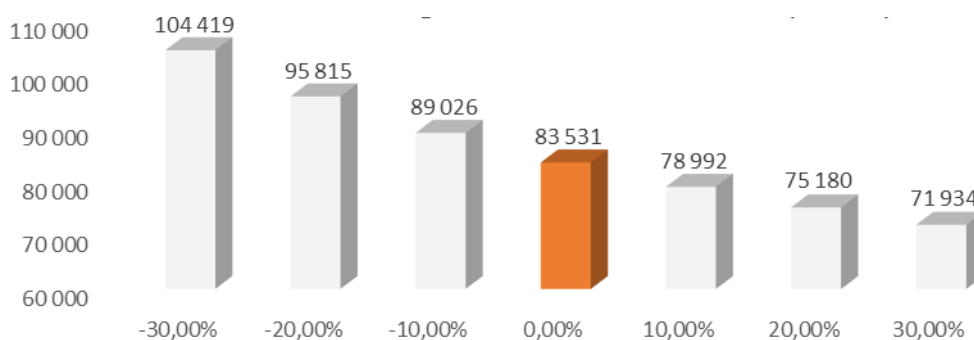
Risikofri rente

Her endres renten i intervallet +/-30 %, fra utgangspunktet på 1,57 %. Når renten går ned økes verdien på selskapet, og vise versa. Ved ytterpunktene endres verdien med cirka 3 mrd. NOK. Den risikofrie renten er derfor lite sensitiv innenfor dette intervallet.



Figur 28: Endring risikofri rente eksplisitt periode (mill. NOK)

Når det kommer til den risikofrie renten etter eksplisitt periode er utgangspunktet 4 %. Når denne endres med +/-30 % får dette betydelige utslag i verdien, med et spenn på 32,5 mrd. NOK. Dette tilsvarer en verdiøkning på 25 % og tilsvarende en reduksjon på 14 %. Det vil derfor være betydelig usikkerhet rundt estimeringen av den risikofrie renten på lang sikt.

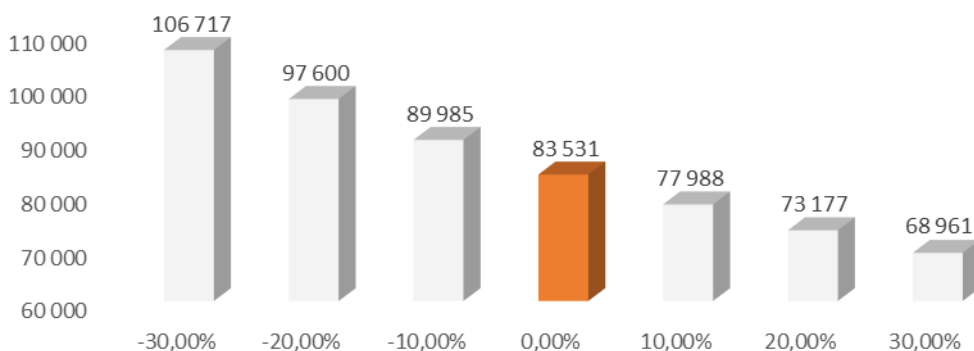


Figur 29: Endring risikofri rente etter eksplisitt periode (mill. NOK)

Markedets risikopremie

Som belyst i kapittel 7 er markedets risikopremie et omdiskutert tema i litteraturen og det finnes flere ulike metoder for å estimere denne. Med bakgrunn i dette inkluderes derfor denne i sensitivitetsanalysen.

Utgangspunktet for estimering har blitt gjort ved hjelp av en historisk risikopremie og er blitt satt til 5 %. Når denne endres med +/- 30 % endres verdien vesentlig i begge retninger.



Figur 30: Endring markedets risikopremie (mill. NOK)

11.2 Monte Carlo simulering

Til nå har vi sett på hvordan parametere endres når alt annet holdes likt. I realiteten vil flere parametere kunne endre seg samtidig og for å se på hvordan verdien endres når dette skjer har vi valgt å gjennomføre en Monte Carlo simulering ved hjelp av programmet Crystal Ball.

En Monte Carlo simulering starter med å angi hvilke parametere som skal endres, hvilken fordeling de skal ha, samt hvilke forutsetninger som er lagt til grunn. Følgende tabell oppsummerer dette:

Parameter	Fordeling	Forutsetninger
Vekst	Normal	G:Basisverdi; S:2,23
Vekst etter eksplisitt periode	Uniform	Min:2%;Max:4%
Margin	Normal	G:Basisverdi; S:1,07
Margin etter eksplisitt periode	Normal	G:Basisverdi; S:1,07
Skatt	Binomisk	0: Basisverdi, p:0,5; 1: 24%, p:0,5
Risikofri rente	Normal	G:Basisverdi; S: 0,13
Risikofri rente etter eksplisitt periode	Normal	G:Basisverdi; S:0,13
Markedets risikopremie	Uniform	Min:4,5%;Max:5,5%

Hvor

G: Gjennomsnitt

S: Standardavvik

Min: Minimumsverdi

Max: Maksimumsverdi

p: Sannsynlighet

P: Plassering

Vekst og margin

Veksten og margin i eksplisitt periode, samt margin etter eksplisitt periode antar vi er normalfordelt med en forventning lik basisverdien, samt et standardavvik lik historisk standardavvik de siste fem årene. Dette er en forholdsvis kort periode å beregne standardavvik for, men dette vil være de mest representative årene for selskapets nåværende strategi og dermed fremtiden.

Vekst etter eksplisitt periode er en variabel som er vanskelig å estimere, da den vil avhenge av flere forhold også utenfor selskapets kontroll. Som diskutert i kapittel 7.1 kan veksten i selskaper med høy andel nødvendighetsgoder være litt svakere enn veksten i økonomien generelt. Hvorvidt de klarer å vokse mer eller mindre avhenger av strategisk posisjonering og konkurransefortrinn. Utfra utgangspunktet på 3 % har vi valgt en uniform fordeling i intervallet 2 til 4 %.

Skatt

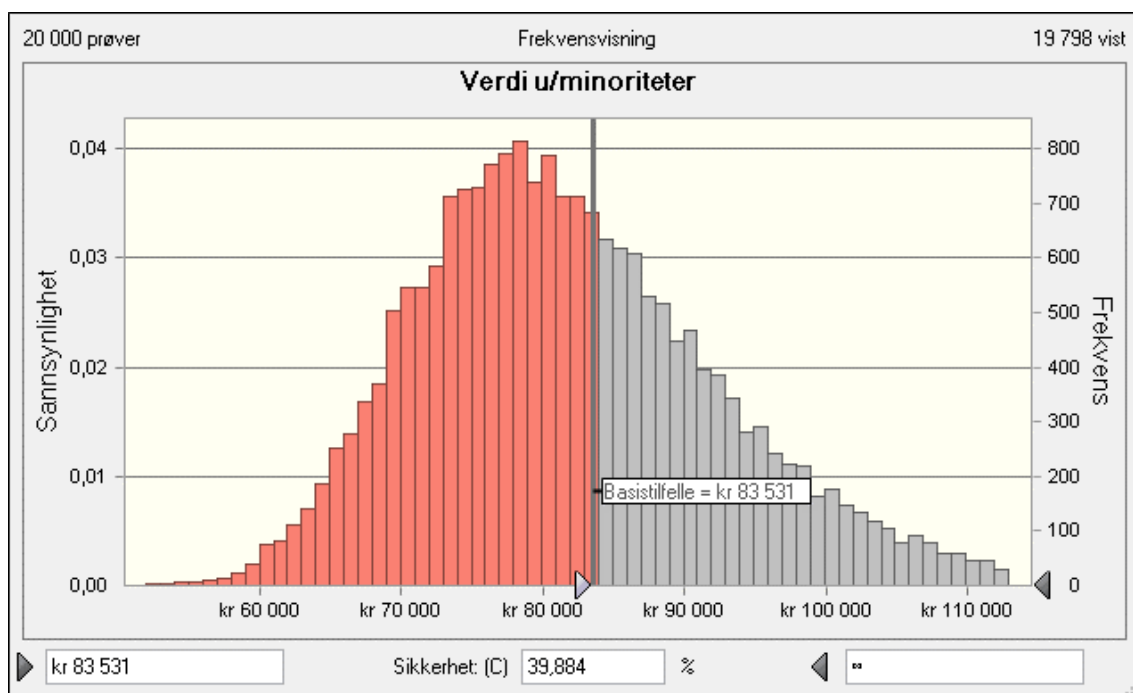
Når det kommer til skatten har vi antatt samme scenarioer som i den statiske sensitivitetsanalysen, det vil si at scenario en (1) innebærer en nedgang i skattesatsen i tråd med anbefalingen fra Scheel-utvalget, mens scenario to (0) innebærer at skattesatsen vil forbli uendret. Da det ikke er noen kjent sannsynlighet for at det ene eller det andre scenarioet vil inntreffe har vi valgt at sannsynligheten er jevnt fordelt mellom disse.

Avkastningskrav

For den risikofrie renten både i og etter eksplisitt periode har vi antatt en normalfordeling, med forventet verdi lik basisverdien. Standardavvikene er basert på historiske standardavvik for de siste 30 årene.

Markedets risikopremie antas ikke å avvike i alt for stor grad fra forventet verdi og vi har derfor valgt en uniform fordeling og satt minimums- og maksimumsverdien til +/- 1 prosentpoeng fra basisverdien på 5 %.

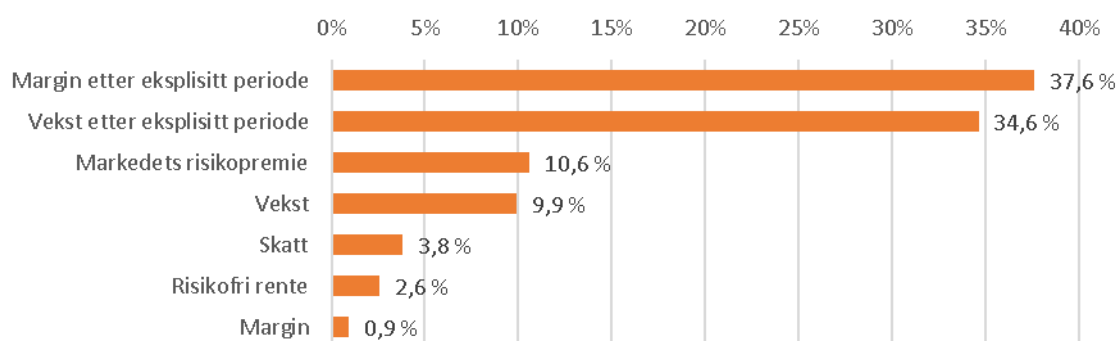
Resultat av simulering



Resultatet viser at den forventede verdien er rundt 80 mrd. NOK, mens gjennomsnittet er 82 mrd. NOK. Dette samsvarer nokså godt med vår estimerte verdi på 83,5 mrd. NOK. Resultatene viser at det er cirka 40 % sannsynlighet for at verdien er høyere eller lik vår estimerte verdi, gitt de forutsetningene vi har lagt til grunn.

Statistisk	Prognoseverdier (mill. NOK)
Prøver	20 000 stk
Basistilfelle	83 531
Gjennomsnitt	81 995
Median	80 701
Standardavvik	11 014
Minimum	51 967
Maksimum	143 460

Det kan også være relevant å se på den enkelte parameterens bidrag til variasjonen i verdiesimatet og dette er oppsummert i figuren under:



Både margin og vekst etter eksplisitt periode vil ha stor påvirkning på verdien i simuleringen, noe som også samsvarer med funnene i den statiske sensitivitetsanalysen.

12 Konklusjon

Formålet med denne oppgaven er å komme frem til en verdi på Orkla ASA pr. 31.12.2015. Kontantstrømmetoden har vært vårt valg av hovedmetode og denne gav oss en verdi på 83,5 mrd. NOK. For å kvalitetssikre funnene i hovedmetode ble det også gjennomført en estimering ved hjelp av multipler, som tar utgangspunkt i den relative prisingen for sammenlignbare selskaper. Her fikk vi noe sprikende resultater i intervallet fra 65 til 95 mrd. NOK. Generelt gav EV/EBITDA og EV/EBIT oss verdier i den nedre regionen, mens P/E og EV/Salg gav oss verdier i den øvre regionen. Gjennomsnittet og medianen for de ulike verdiene gir oss en verdi på 76 mrd. NOK.

I vårt valg av hovedmetode har vi lagt vekt på å bruke den metoden som gir høyest grad av pålitelighet og detaljgrad. Selv om en markedsbasert tilnærming som multipler kan være nyttig og er mindre tidskrevende, er også ulempen dets enkelhet, da den nødvendigvis ikke baserer seg på underliggende drift i like stor grad som DCF. Vår vurdering er derfor at det bør legges mest vekt på kontantstrømmetoden og at vi har funnet rimelig verdi på Orkla ASA pr. 31.12.2015, 83,5 mrd. NOK. Dette samsvarer også med markedets vurdering av selskapet, som pr. 11.05.2017 vurderer selskapet til 83,1 mrd. NOK.

For å undersøke usikkerheten knyttet til verdierestimatet har vi gjennomført en statistisk sensitivitetsanalyse, samt en Monte Carlo simulering. Begge disse viser at det er usikkerhet knyttet til estimeringene av spesielt vekst og margin etter eksplisitt periode. Da cirka 70 % av verdien til Orkla kommer fra sluttverdien er det rimelig å anta at enkelte variabler som påvirker denne vil få store utslag på endelig verdi av egenkapitalen. Resultatene fra Monte Carlo simuleringen viser at vår estimerte verdi ligger innenfor et rimelig intervall i forhold til både den forventede og gjennomsnittlige verdien på henholdsvis 80 og 82 mrd. NOK.

13 Bibliografi

- Barney, J. (2014). *Gaining and Sustaining Comperative Advantage*. Essex: Pearson Education.
- Berk, J., & DeManzo, P. (2014). *Corporate Finance* (3. utg.). Pearson Education.
- Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M., & Schaefer, S. (2013). *Economies of strategy*. John Wiley & Sons .
- Bredesen, I. (2015). *Investering og finansiering*. Gyldendal Akademisk.
- Brennskag, B. (2016, 10 19). *Åpnet "nye" Stabburet i Fredrikstad*. Hentet 02 25, 2017 fra Orkla: [http://www.orkla.no/Presserom/Nyheter/AApnet-nye-Stabburet-Fredrikstad/\(language\)/nor-NO](http://www.orkla.no/Presserom/Nyheter/AApnet-nye-Stabburet-Fredrikstad/(language)/nor-NO)
- Capstone. (2013). *The Capstone Encyclopedia of Business*. Oxford: Capstone Publishing Limited.
- Casey, J. (2015, 11 24). Why is an effective IT infrastrucutre vital for FMCGs? Hentet 02 01, 2017 fra <http://trilogytechnologies.com/effective-it-infrastructure-for-fmcg/>
- Dahl, G. A. (u.d.). *Egenkapitalandel (bokført)*. Hentet 02 12, 2017 fra Lederkilden: https://www.lederkilden.no/tema/okonomi_og_rapportering/regnskap-analyse/egenkapitalandel-bokfort
- Dahl, G. A., & Thoresen, A. (u.d.). *Verdivurdering- ulike metoder*. Hentet 01 26, 2017 fra Lederkilden: https://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/verdivurdering_ulike_metoder
- Deloitte. (2016). *Corporate Tax Rates 2012-2016*. Deloitte.
- Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (2006). The World Wide Equity Premium: A Smaller Puzzle. Hentet fra <http://ssrn.com/abstract=891620>
- DLF. (2016). *Dagligvarukartan 2016*. Stockholm: DLF.
- EY. (2015). *Nordic Food Suervey 2015: Consumer trends*.
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2017). BofA Merrill Lynch UYS Corporate a Option-Adjusted Spread. Hentet 03 10, 2017 fra <https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLC0A3CA>
- Finansdepartementet. (2016, 01 05). *Skattesatser 2016*. Hentet 03 02, 2017 fra Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-fradrag-og-belopsgrenser-i-2016/id2457143/>
- Gjendem, C. S. (2014, 07 17). Billigmerkene spiser av Hagens markedsandeler. *E24*. Hentet 02 03, 2017 fra <http://e24.no/naeringsliv/billigmerkene-spiser-av-hagens-markedsandeler/23255416>
- Hazelkorn, T., Zenner, M., & Shivdasani, A. (2004). Creating Value with Mergers and Acquisitions. *Journal of Applied Corporate Finance*(Vol 16.2.3).
- Hoydal, M. (u.d.). *Befolkning*. Hentet 01 31, 2017 fra Norden.org: <http://www.norden.org/da/fakta-om-norden/befolkning>

- IFRS. (2014). IAS 38.
- Johannessen, A., Christoffersen, L., & Tufte, P. (2011). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag* (3. utg.). Abstrakt forlag AS.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2015). *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Fagbokforlaget.
- Kantar TNS. (2017). *Orkla Matbarometer - en nordisk kostholdsundersøkelse*. Orkla ASA.
- Kleppe, M. K. (2015, 10 13). *Fetere vekst enn markedet*. Hentet 02 10, 2017 fra Dagens Næringsliv:
<http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/10/13/0755/Maarud/fetere-vekst-enn-markedet>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies*. McKinsey & Company.
- Konkurrensverket. (2009). *Konkurrensen på dagligvarumarknaden*. Stockholm: Copenhagen Economics.
- LivsmedelsFöreningen. (2016, 04 01). *Estrella storsatsar i Angered*. Hentet 02 01, 2017 fra Livsmedel.se: <http://livsmedel.se/nyheter/estrella-storsatsar-i-angered/>
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2005, 03 02). Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave. *The Journal of Finance*(2), ss. 757-782. doi:10.1111/j.1540-6261.2005.00745.x
- Nielsen. (2014). *The state of private labels around the world*.
- Nielsen. (2015). *Looking to achieve new product success?*
- Nilsen, S. R. (2011, 09 14). *Orkla vil selge Rec, Borregaard og Sapa*. Hentet 01 15, 2017 fra E24: <http://e24.no/boers-og-finans/orkla/orkla-vil-skille-ut-aksjeportefolje/20099323>
- Nordea Danmark. (2017, 01 31). *Nordeas renteforventning*. Hentet 01 31, 2017 fra Nordea: <http://www.nordea.dk/privat/lan/bolig/raadgivning/nordeas-renteforventninger.html>
- Norges Bank. (2016, 12). *Styringsrenten*. Hentet 01 31, 2017 fra Norges Bank: <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>
- Norges Bank. (u.d.). *Statsobligasjoner Årsgjennomsnitt*. Hentet 02 28, 2017 fra Norges Bank: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- NOU 2011:4. (2011). *Mat, makt og avmakt - om styrkeforholdene i verdikjeden for mat*. Landsbruks- og matdepartementet. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2011-4/id640128/>
- NOU 2014:13. (2014). *Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/contentassets/bbd29ff81485402681c6e6ea46655fae/no/pdfs/nou201420140013000dddpdfs.pdf>

- Ohlin, P. (2011, 03 04). *Så lockas du att handla mer*. Hentet 01 28, 2017 fra Råd & Rön: <http://www.radron.se/artiklar/Sa-lockas-du-att-handla-mer/>
- Orkla. (2010). *Årsrapport*. Orkla.
- Orkla. (2015a). *Årsrapport*.
- Orkla. (2015b, 08 04). *Akadamier*. Hentet 02 12, 2017 fra Orkla: <http://www.orkla.no/Karriere/En-karriere-i-Orkla/Kompetanseutvikling/Akademier>
- Orkla. (2015c, 11). The Leading Nordic Supplier of Branded Consumer Goods. *Investor Presentation*. Hentet 02 20, 2017 fra <http://hugin.info/111/R/1970093/720185.pdf>
- Orkla. (2016a, 08 23). *Viktige hendelser*. Hentet 01 23, 2017 fra Orkla: <http://www.orkla.no/Om-Orkla/Historie/Viktige-hendelser>
- Orkla. (2016b, 03 21). *Oppkjøp og salg*. Hentet 02 28, 2017 fra Orkla: [http://www.orkla.no/Investor/Visjon-verdier-og-strategi/Oppkjoeop-og-salg/\(language\)/nor-NO](http://www.orkla.no/Investor/Visjon-verdier-og-strategi/Oppkjoeop-og-salg/(language)/nor-NO)
- Orkla. (u.d.:a). *Om Orkla*. Hentet 01 23, 2017 fra Orkla: www.orkla.no/om-orkla
- Orkla. (u.d.:b). *Visjon, verdier og strategi*. Hentet 02 02, 2017 fra Orkla: <http://www.orkla.no/Om-Orkla/Visjon-verdier-og-strategi>
- Orkla. (u.d.:c). *Ansvarlige innkjøp*. Hentet 02 12, 2017 fra Orkla: <http://www.orkla.no/Samfunnsansvar/Ansvarlige-innkjoep>
- Orkla. (u.d.:d). *Kundedialog*. Hentet 02 12, 2017 fra Orkla: <http://www.orkla.no/Samfunnsansvar/Samfunnsansvar-i-Orkla/Interessentdialog/Kundedialog>
- Oslo Børs. (2016). *Største norske selskaper*. Oslo Børs. Hentet 01 23, 2017 fra https://www.oslobors.no/content/download/121954/2108548/version/2/file/2016_Storste_norske_selskap.xlsx
- Pettersen, S. V., & Østby, L. (2013). *Innvandrere i Sverige, Norge og Danmark*. Statistisk sentralbyrå. Hentet fra https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/_attachment/151651?_ts=142b30e57f8
- PLMA. (2016). *Private Label Today*. Hentet 02 13, 2017 fra Private Label Manufacturers Association: <http://www.plmainternational.com/industry-news/private-label-today>
- Porter, M. E. (1987). *Konkurransestrategi*. (G. Bureid, Overs.) Machmillan Publishing Co, Inc.
- PWC Danmark. (2016). *Værdiansættelse af virksomheder*.
- PWC Norge. (2015). *Risikopremien i det norske markedet 2015*.
- PWC Sverige. (2016). *Risikopremien på den svenska aktiemarknaden*.
- Roos, G., Von Krogh, G., Roos, J., & Boldt-Christmas, L. (2014). *Strategi - en innføring* (6. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.

- Ruzicka, P. (2017a, 01 27). *Ernæring og helse som konkurransefortrinn*. Hentet 02 12, 2017 fra <http://www.orkla.no/content/download/157311/25800338/file/Presentasjon%20Teknologisk%20Matforum%2027-01-17.pdf>
- Ruzicka, P. (2017b, 02 09). Fourth quarter and full-year results 2016. Hentet 03 20, 2017 fra <http://hugin.info/111/R/2077044/781250.pdf>
- Sending, A. (2013). *Økonomistyring 1* (2. utg.). Fagbokforlaget.
- Sending, A. (2014). *Grunnleggende regnskap* (4. utg.). Fagbokforlaget.
- Statistikbanken. (u.d.). *IDIC:101: Demographic trend by reporting country and indicator*. Hentet 01 31, 2017 fra Statistikbanken: <http://norden.statbank.dk/INDIC101>
- Steensen, A. J. (2011, 10 31). Millioner av pizzaer. *Teknisk ukeblad*. Hentet 01 23, 2017 fra <https://www.tu.no/artikler/millioner-av-pizzaer/245858>
- Strøm, Ø. (2016). *Foretaksfinans - Forelesningnotater*. Handelshøyskolen ved Høgskolen i Oslo og Akershus.
- Sveriges riksbank. (2016, 12 21). *Aktuell prognos för reporänta, inflation och BNP*. Hentet 01 31, 2017 fra Sveriges riksbank: <http://www.riksbank.se/sv/Penningpolitik/Prognoser-och-rantebeslut/Aktuell-prognos-for-reporanta-inflation-och-BNP/>
- The World Bank Group. (2016). *Worldwide Governance Indicators*. Hentet fra The World Bank Group: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#reports>
- Tvedt, J. (2000, 5). Realopsjoner - verdien av fleksibilitet. *Magma*.
- Weiby, S., & Grov, H. (2014, 1). Virksomhetsoverdragelser - oppgjørmekasninger og klassifisering av balanseposter. *Magma*, ss. 66-77.

14 Vedlegg

Vedlegg 1: Resultat fra regresjonsanalyse

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,467295787
R-kvadrat	0,218365353
Justert R-kvadrat	0,215275888
Standardfeil	0,022138774
Observasjoner	255

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%
Skjæringspunkt	0,000990163	0,001398412	0,708062584	0,479558198	-0,001763848	0,003744173
X-variabel 1	0,697778383	0,082997935	8,407177672	3,08633E-15	0,534323512	0,861233255

Vedlegg 2: Historiske data brukt i kontantstrøm

Orkla (mill. NOK)	2011	2012	2013	2014	2015
Inntekter	30 060	24 595	28 015	29 599	33 198
Kostnader	27 525	21 738	25 571	26 485	30 091
Justerte kostnader (Ekstraordinære)	-585	-219	-520	-140	-597
Driftsresultat før skatt & ekstra ord. kost	3 120	3 076	2 964	3 254	3 704
Skatt	654	681	564	688	722
Driftsresultat etter skatt	2 466	2 395	2 400	2 566	2 982
Avskrivninger	782	708	878	918	962
Investeringer	-2 437	-1 143	-711	-948	-1 227
Endring arbeidskapital	0	3 522	-1 237	809	-625
Endring varelager		3 551	-644	655	-750
Beholdning av eiendom under utvikling		253	51	108	-16
Endring fordringer		4 154	-1 061	1 119	-952
Endring rentefri gjeld		-4 436	417	-1 073	1 093
Fri kontantstrøm		5 482	1 330	3 345	2 092
Sluttverdi					
Fri kontantstrøm + sluttverdi		5 482	1 330	3 345	2 092
Skatt	21,0%	22,1%	19,0%	21,1%	19,5%
Organisk vekst	2,5%	1,1%	-2,8%	0,7%	2,8%
Vekst		-18,2%	13,9%	5,7%	12,2%
Margin	10,4%	12,5%	10,6%	11,0%	11,2%

Elementer					
Varelager	7 435	3 884	4 528	3 873	4 623
i % av salg	24,7%	15,8%	16,2%	13,1%	13,9%
Beholdning av eiendom under utvikling (holdt for salg)	612	359	308	200	216
i % av salg	2,0%	1,5%	1,1%	0,7%	0,7%
Fordringer	8 890	4 736	5 797	4 678	5 630
i % av salg	30%	19%	21%	16%	17%
Ikke rentebærende gjeld	10 953	6 517	6 934	5 861	6 954
i % av salg	36%	26%	25%	20%	21%
Investeringer	-2 437	-1 143	-711	-948	-1 227
Varige driftsmidler	17 720	9 601	11 651	9 484	10 523
i % av salg	59%	39%	42%	32%	32%
Avskrivninger	782	708	878	918	962
i % av AM	4,4%	7,4%	7,5%	9,7%	9,1%

Vedlegg 3: Estimert kontantstrøm

Orkla (mill. NOK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Inntekter	34 194	35 391	36 736	38 205	39 924	41 721	43 390	45 125	46 705	48 106
Kostnader	30 091	31 144	31 960	33 238	34 335	35 880	37 749	39 710	41 567	43 295
Justerte kostnader (Ekstraordinære)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Driftsresultat før skatt	4 103	4 247	4 776	4 967	5 589	5 841	5 641	5 415	5 138	4 811
Skatt	985	956	1 003	993	1 118	1 110	1 072	1 029	976	914
Driftsresultat etter skatt	3 118	3 291	3 773	3 973	4 472	4 731	4 569	4 386	4 161	3 897
Avskrivninger	1 046	1 150	1 193	1 241	1 297	1 355	1 409	1 466	1 517	1 563
Investeringer	-2 149	-2 296	-1 679	-1 771	-1 917	-2 004	-2 012	-2 092	-2 087	-2 068
Endring arbeidskapital	1 019	19	90	-96	88	-108	334	-87	-79	-70
Endring varelager	178	-156	9	-184	-15	-216	234	-191	-174	-154
Beholdning av eiendom	113	103	0	0	0	0	0	0	0	0
Endring fordringer	159	-191	-215	-235	-275	-287	-267	-278	-253	-224
Endring rentefri gjeld	569	263	296	323	378	395	367	382	347	308
Fri kontantstrøm	3 034	2 163	3 377	3 347	3 939	3 975	4 300	3 673	3 512	3 321
Sluttverdi										83 728
Fri kontantstrøm + sluttverdi	3 034	2 163	3 377	3 347	3 939	3 975	4 300	3 673	3 512	87 049
Skatt	24,0 %	22,5 %	21,0 %	20,0 %	20,0 %	19,0 %	19,0 %	19,0 %	19,0 %	19,0 %
Organisk vekst	3,0 %	3,5 %	3,8 %	4,0 %	4,5 %	4,5 %	4,0 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %
Margin	12,0 %	12,0 %	13,0 %	13,0 %	14,0 %	14,0 %	13,0 %	12,0 %	11,0 %	10,0 %
Elementer										
Varelager	4 445	4 601	4 592	4 776	4 791	5 006	4 773	4 964	5 138	5 292
i % av salg	13,0 %	13,0 %	12,5 %	12,5 %	12,0 %	12,0 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %
Beholdning av eiendom	103	-	-	-	-	-	-	-	-	-
i % av salg	0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Fordringer	5 471	5 663	5 878	6 113	6 388	6 675	6 942	7 220	7 473	7 697
i % av salg	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %
Ikke rentebærende gjeld	7 523	7 786	8 082	8 405	8 783	9 179	9 546	9 928	10 275	10 583
i % av salg	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %
Investeringer	- 2 149	- 2 296	- 1 679	- 1 771	- 1 917	- 2 004	- 2 012	- 2 092	- 2 087	- 2 068
Varige driftsmidler	11 626	12 773	13 258	13 789	14 409	15 057	15 660	16 286	16 856	17 362
i % av salg	34 %	36 %	36 %	36 %	36 %	36 %	36 %	36 %	36 %	36 %
Avskrivninger	1 046	1 150	1 193	1 241	1 297	1 355	1 409	1 466	1 517	1 563
i % av AM	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %

Vedlegg 4: Totalkapitalrentabilitet referanseselskaper

	TKR	2013	2014	2015
Orkla	Kapitalens omløpshastighet	0,51	0,58	0,64
	Resultatgrad	4,0 %	6,7 %	10,8 %
	Totalkapitalrentabilitet	2,0 %	3,9 %	6,9 %
Nestle	Kapitalens omløpshastighet	0,74	0,74	0,72
	Resultatgrad	11,5 %	16,3 %	10,8 %
	Totalkapitalrentabilitet	8,5 %	12,2 %	7,7 %
Mondelēz	Kapitalens omløpshastighet	0,49	0,49	0,46
	Resultatgrad	14,0 %	8,6 %	29,5 %
	Totalkapitalrentabilitet	6,8 %	4,3 %	13,5 %
P&G	Kapitalens omløpshastighet	0,52	0,52	0,51
	Resultatgrad	16,6 %	10,8 %	17,0 %
	Totalkapitalrentabilitet	8,6 %	5,6 %	8,6 %
Unilever	Kapitalens omløpshastighet	1,06	1,06	1,03
	Resultatgrad	10,7 %	11,7 %	10,2 %
	Totalkapitalrentabilitet	11,3 %	12,4 %	10,5 %
General Mills	Kapitalens omløpshastighet	0,77	0,78	0,76
	Resultatgrad	12,0 %	8,8 %	12,1 %
	Totalkapitalrentabilitet	9,3 %	6,9 %	9,2 %
Danone	Kapitalens omløpshastighet	0,67	0,69	0,67
	Resultatgrad	7,9 %	6,6 %	6,9 %
	Totalkapitalrentabilitet	5,3 %	4,6 %	4,7 %

Vedlegg 5: Egenkapitalrentabilitet referanseselskaper

	EKR	2013	2014	2015
Orkla	Ordinært resultat før skatt	690	1 659	3 295
	Gjennomsnittlig egenkapital	30 330	30 769	32 194
	Egenkapitalrentabilitet	2,3 %	5,4 %	10,2 %
Nestle	Ordinært resultat før skatt	10 809	15 792	9 424
	Gjennomsnittlig egenkapital	70 089	70 318	66 386
	Egenkapitalrentabilitet	15,4 %	22,5 %	14,2 %
Mondelez	Ordinært resultat før skatt	3 915	2 184	7 267
	Gjennomsnittlig egenkapital	32 373	30 062	27 881
	Egenkapitalrentabilitet	12,1 %	7,3 %	26,1 %
P&G	Ordinært resultat før skatt	11 643	7 036	10 508
	Gjennomsnittlig egenkapital	69 214	65 817	59 880
	Egenkapitalrentabilitet	16,8 %	10,7 %	17,5 %
Unilever	Ordinært resultat før skatt	6 429	6 857	5 446
	Gjennomsnittlig egenkapital	19 716	18 115	16 641
	Egenkapitalrentabilitet	32,6 %	37,9 %	32,7 %
General Mills	Ordinært resultat før skatt	1 824	1 221	1 697
	Gjennomsnittlig egenkapital	6 535	5 766	4 964
	Egenkapitalrentabilitet	27,9 %	21,2 %	34,2 %
Danone	Ordinært resultat før skatt	1 888	1 485	1 423
	Gjennomsnittlig egenkapital	14 699	14 424	13 920
	Egenkapitalrentabilitet	12,8 %	10,3 %	10,2 %