

Even Sandnes Aanerud
Emil Holst Volden

Verdsettelse av BEWI ASA

*Hva er egenkapitalverdien av
BEWI ASA pr. 31/12-2020?*

Masteroppgave i regnskap og revisjon
Veileder: Frode Kjærland

Mai 2021

Even Sandnes Aanerud
Emil Holst Volden

Verdsettelse av BEWI ASA

Hva er egenkapitalverdien av
BEWI ASA pr. 31/12-2020?

Masteroppgave i regnskap og revisjon
Veileder: Frode Kjærland
Mai 2021

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

Forord

Denne masteroppgaven er skrevet som en del av masterstudiet i regnskap og revisjon ved NTNU Handelshøyskolen, våren 2021.

Med interesse for finans og regnskap ble det tidlig besluttet å velge verdsettelse som tema for oppgaven. Dette er et fagfelt som kombinerer en rekke ulike områder og knytter sammen fem års skolegang på en utfordrende måte. Arbeidet med denne masteroppgaven har gitt oss kunnskap og erfaringer vi vil ta med oss videre i arbeidslivet.

Vi ønsker å takke vår veileder Frode Kjærland for raske og konstruktive tilbakemeldinger underveis i prosessen.

Vi vil også rette en stor takk til vår nærmeste familie for støtte og tilrettelegging i arbeidet med oppgaven.

Innholdet i denne oppgaven står for forfatterens regning.

Sammendrag

Denne masteroppgaven tar for seg en verdsettelse av egenkapitalverdien til den norske emballasjeprodusenten BEWI ASA. Oppgaven er basert på offentlig tilgjengelig informasjon og verdsettelsen er gjort fra et investororientert perspektiv. Problemstillingen er formulert som følger: «Hva er egenkapitalverdien til BEWI ASA pr. 31/12-2020?».

Verdsettelsen er utført på bakgrunn av en fundamental analyse av historiske regnskapsdata fra 2016 til 2020, og en strategisk analyse av de interne og eksterne omgivelsene. Den strategiske analysen viser en bransje med historisk lave marginer, nær kobling til råvarepriser og forventninger om bærekraftig utvikling. BEWI kontrollerer hele verdikjeden i bransjen, er i førerretet for den bærekraftige utviklingen og er godt posisjonert for videre vekst.

Regnskapsanalysen viser høy vekst og lav resultatgrad de siste årene. BEWI har et solid økonomisk grunnlag med en sterk balanse og langsiktig eierskap. Vi estimerer økt inntjening og bedring i marginene de kommende årene.

Basert på kapitalverdimodellen har vi beregnet et avkastningskrav på 7,0 % til egenkapitalen. Avkastningskravet til total kapitalen (WACC) er beregnet til 5,3 %.

Vi har i oppgaven verdsatt driften til BEWI, da denne ikke er påvirket av hvordan selskapet er finansiert og gir et godt grunnlag for sammenligning av verdi. Verdsettelsen er gjort på bakgrunn av kontantstrøm- og superprofitt-metoden, og viser en verdi av egenkapitalen på 5,5 milliarder kroner. Verdien støttes av den komparative verdsettelsen.

Sensitivitetsanalysen og scenarioanalysen viser at verdien er sensitiv til små endringer i oppgavens forutsetninger. På bakgrunn av dette mener vi at en verdi mellom 5,3 og 5,8 milliarder kroner er et fornuftig estimat på egenkapitalen til BEWI.

Abstract

This master thesis is a valuation of the equity value of the Norwegian packaging manufacturer BEWI ASA. The thesis is based on publicly available information and is conducted with an investor-oriented perspective. Our research question is: “What is the equity value of BEWI per 31/12-2020?”

The valuation is based on a fundamental analysis of historical accounting data from 2016-2020, and a thorough strategic analysis of the internal and external environment. The strategic analysis finds that the industry has historically low operating margins, a close connection to the commodity prices and an expectancy to develop into a more sustainable industry. BEWI controls the whole value chain, are a market leader in the sustainable development of the industry and positioned for further growth in the future. The analysis of the financial statements shows high growth and low profit margins the last years. BEWI shows a solid financial foundation with a stable balance sheet and long-term ownership. We estimate earnings growth and an increase in margins in the coming years.

Based on the capital value model we have estimated a required return on equity of 7,0 %. The average cost of capital (WACC) is estimated at 5,3 %.

In this thesis we have found the value of BEWIs operations, as the value of operations is unaffected by the financial structure of a company. This provides a better basis of comparison. The valuation is based on the discounted cash flow from operations-model, and the residual income-model and shows an equity value of 5,5 billion NOK. The value is supported by a comparative analysis of BEWIs peers.

The sensitivity analyses and the scenario analyses show that the value is sensitive to small changes in the input factors. On this basis we find that a value between 5,3 and 5,8 billion NOK is a reasonable estimate of the equity value of BEWI.

Innholdsliste

Forord	I
Sammendrag	II
Abstract	III
Innholdsliste	IV
Figurliste.....	VII
Tabell-liste.....	VIII
Formelliste.....	IX
1. Innledning	1
1.1. Bakgrunn og motivasjon for oppgaven	1
1.2. Problemstilling.....	2
1.3. Avgrensning av oppgaven	2
1.4. Oppgavens struktur.....	2
2. Presentasjon av BEWI ASA	3
2.1. Historie og eierstruktur	3
2.2. Virksomhetsområder	4
2.2.1. Raw.....	4
2.2.2. Packaging & Components	5
2.2.3. Insulation	5
2.2.4. Sirkulære produkter.....	5
2.3. Aksjens utvikling	6
2.4. Bransjeutvalg	7
3. Metode	9
3.1. Forskningsdesign	9
3.1.1. Innsamling og analyse av data	9
3.1.2. Validitet og reliabilitet	10
3.2. Metoder for verdsettelse	10

3.2.1.	Fundamental verdsettelse	11
3.2.2.	Komparativ verdsettelse	13
3.2.3.	Valg av metode og begrensninger	15
3.3.	Rammeverk for verdsettelsen	16
4.	Strategisk analyse.....	17
4.1.	Eksternanalyse	17
4.1.1.	PESTEL-analyse	17
4.1.2.	Porters five forces.....	24
4.2.	Internanalyse.....	27
4.2.1.	VRIO	27
4.3.	Oppsummering ved bruk av SWOT	30
5.	Regnskapsanalyse	31
5.1.	Avgrensninger i regnskapsanalysen	31
5.2.	Presentasjon av historiske regnskapstall.....	32
5.2.1.	Resultatregnskap	32
5.2.2.	Balanse	33
5.3.	Omgruppering av balanse for analyseformål.....	33
5.4.	Omgruppering av resultatregnskap for analyseformål	38
5.4.1.	Fordeling av skatt til driften	38
5.4.2.	Identifisering av poster utenfor kjernevirksomhet	38
5.4.3.	Identifisering av andre driftsmessige poster uten skatteeffekt	39
5.4.4.	Omgruppert resultatregnskap	40
5.5.	Kontantstrøm fra driften	41
5.6.	Risikoanalyse.....	42
5.6.1.	Analyse av kortsiktig risiko.....	42
5.6.2.	Analyse av langsiktig risiko	44
5.6.3.	Sammenligning av risiko mot bransjeutvalg.....	45

5.7.	Lønnsomhetsanalyse.....	45
5.7.1.	Egenkapitalrentabilitet	46
5.7.2.	Rentabilitet på netto driftsmessige eiendeler	46
5.7.3.	Marginer	47
5.7.4.	Sammenligning av lønnsomhet mot bransjeutvalg	48
5.8.	Oppsummering av regnskapsanalysen.....	48
6.	Avkastningskrav	49
6.1.	Kapitalverdimodellen (CAPM)	49
6.1.1.	Risikofri rente.....	50
6.1.2.	Markedets risikopremie.....	50
6.1.3.	Beta.....	51
6.1.4.	Tilleggspremie til avkastningskravet	54
6.1.5.	Beregning av avkastningskrav for egenkapitalen til BEWI.....	55
6.2.	Gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC)	55
6.2.1.	Avkastningskrav til gjelden.....	56
6.2.2.	Andel egenkapital og gjeld.....	56
6.2.3.	Beregning av avkastningskrav for totalkapitalen til BEWI.....	56
7.	Fremtidsestimat.....	57
7.1.	Nøkkelpunkter fra strategi- og regnskapsanalyse.....	57
7.2.	Estimering av nøkkeltall.....	57
7.2.1.	Prognose for driftsinntekt.....	58
7.2.2.	Prognose for driftsmargin.....	59
7.2.3.	Prognose for netto driftsmessige eiendeler	59
7.3.	Fremtidsestimat for BEWI.....	61
7.4.	Vekst etter prognoseperioden	61
8.	Verdsettelse.....	63
8.1.	Fundamental verdsettelse	63

8.1.1.	Diskontert kontantstrøm fra driften.....	63
8.1.2.	Driftsrelatert superprofitt.....	64
8.1.3.	Egenkapitalverdi ved fundamental verdsettelse.....	65
8.2.	Komparativ verdsettelse.....	65
8.2.1.	P/E.....	66
8.2.2.	P/B.....	67
8.2.3.	EV/EBITDA.....	67
8.2.4.	Egenkapitalverdi ved komparativ verdsettelse.....	68
8.3.	Sensitivitetsanalyse.....	69
8.4.	Scenarioanalyse.....	70
8.4.1.	Endring i omsetningsveksten.....	70
8.4.2.	Endring i driftsmargin.....	71
8.4.3.	Endring i omløpshastigheten til driftskapitalen.....	71
8.5.	Vurdering av estimert verdi.....	72
9.	Konklusjon og implikasjon.....	73
	Referanseliste.....	75

Figurliste

Figur 1-	Kursutvikling fra 28/8-20 til og med 31/3-21.....	6
Figur 2-	Rammeverk for verdsettelse.....	16
Figur 3-	Porters five forces.....	24
Figur 4-	SWOT - Oppsummering av strategisk analyse.....	30
Figur 5-	Den tradisjonelle balanseligningen.....	34
Figur 6-	Den omgrupperte balanseligningen - Netto driftsmessige eiendeler.....	34
Figur 7-	Regresjonsanalyse av BEWI/OSEBX.....	52
Figur 8-	Sensitivitetsanalyse.....	69
Figur 9-	Egenkapitalverdi basert på ulike verdsettelsesmetoder.....	73

Tabell-liste

Tabell 1- Driftsinntekt og totalresultat 2018-2020.....	3
Tabell 2- Aksjonærer pr. 31/12-2020.....	4
Tabell 3- Liste over bransjeutvalg med markedsverdi pr. 31/12-20	7
Tabell 4- Vekst i EU-BNP fra 2017-2020, og estimat for 2021 og 2022	21
Tabell 5- Oppsummering av Porters five forces	27
Tabell 6- Oppsummering av VRIO-analyse.....	30
Tabell 7- Omregningskurs SEK-EUR 2015-2020	31
Tabell 8- Resultatregnskap 2016-2020	32
Tabell 9- Balanse 2016-2020	33
Tabell 10- Netto driftsmessige eiendeler 2016-2020	36
Tabell 11- Netto finansielle forpliktelser og egenkapital 2016-2020	37
Tabell 12- Identifisering av spart skatt fra netto finans	38
Tabell 13- Identifisering av poster utenfor kjernevirksomhet.....	39
Tabell 14- Identifisering av driftsmessige poster uten skatteeffekt	39
Tabell 15- Omgruppert resultatregnskap 2016-2020	40
Tabell 16- Permanent resultat 2016-2020	40
Tabell 17- Kontantstrøm fra driften 2016-2020.....	41
Tabell 18- Likviditetsgrad 1	42
Tabell 19- Likviditetsgrad 2	43
Tabell 20- Rentedekningsgrad	43
Tabell 21- Egenkapitalandel.....	44
Tabell 22- Sammenligning av risiko mot bransjeutvalg 2017-2020.....	45
Tabell 23- Egenkapitalrentabilitet.....	46
Tabell 24- Rentabilitet på netto driftsmessige eiendeler	46
Tabell 25- Resultat-, EBITDA- og Driftsmargin	47
Tabell 26- Sammenligning av lønnsomhet mot bransjeutvalg 2017-2020.....	48
Tabell 27- Betaverdi for bransjeutvalg.....	53
Tabell 28- Forretningsbeta basert på risiko.....	54
Tabell 29- Økning i omsetning 2016-2020	58
Tabell 30- Prognose for driftsinntekt 2021-2025	58
Tabell 31- Prognose for driftsmargin 2021-2025.....	59
Tabell 32- Prognose for netto driftsmessige eiendeler og omløpshastighet 2021-2025	60

Tabell 33- Estimert rentabilitet på netto driftsmessige eiendeler 2021-2025	60
Tabell 34- Fremtidsestimat 2021-2025	61
Tabell 35- Verdsettelse basert på diskontert kontantstrøm fra driften til BEWI.....	63
Tabell 36- Verdsettelse basert på driftsrelatert superprofitt til BEWI	64
Tabell 37- Egenkapitalverdi ved fundamental verdsettelse	65
Tabell 38- P/E for bransjeutvalg	66
Tabell 39- P/B for bransjeutvalg	67
Tabell 40- EV/EBITDA for bransjeutvalg	67
Tabell 41- Verdsettelse av BEWI med komparativ analyse.....	68
Tabell 42- Scenarioanalyse med endring i omsetningsvekst.....	70
Tabell 43- Scenarioanalyse med endring i driftsmargin	71
Tabell 44- Scenarioanalyse med endring i omløpshastigheten	71

Formelliste

Formel 1- Diskontert kontantstrøm fra netto driftsmessige eiendeler.....	12
Formel 2- Driftsrelatert superprofitt fra netto driftsmessige eiendeler	12
Formel 3- Kapitalverdimodellen CAPM.....	49
Formel 4- Markedets risikopremie	50
Formel 5- Beta.....	51
Formel 6- Justert beta	52
Formel 7- Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad.....	55
Formel 8- Vekstledd.....	61

1. Innledning

I dette kapittelet vil vi fortelle om vår bakgrunn og motivasjon for oppgaven, før vi presenterer problemstillingen. Deretter vil vi gjøre noen avgrensninger og til slutt presentere strukturen i oppgaven.

1.1. Bakgrunn og motivasjon for oppgaven

Økonomi- og administrasjonsfaget inneholder mange spennende områder. En verdsettelsesoppgave kan sies å inneholde flere av disse områdene, og krever god innsikt og forståelse om hvordan et selskap fungerer. En må sette seg inn i regnskapet til selskapet, forstå hvordan bransjen fungerer og vite hvilke faktorer som kan bidra til at selskapet enten lykkes eller mislykkes. Det ble tidlig klart at vi ønsket skrive en verdsettelsesoppgave, og utfordringen handlet derfor om å finne et interessant selskap.

I en artikkel fra Dagens Næringsliv (2021) vises det til at 2020 var et rekordår for nye børsnoteringer. Børsnoteringene kjennetegnes av generelt høy prising som forutsetter vekst og inntjening langt frem i tid. Vi ønsket å se på ett av disse selskapene som nylig har blitt børsnotert, men ville verdsette et selskap som faktisk tjener penger i dag.

Valget falt på BEWI ASA, et selskap med historie helt tilbake til 1980, som ble børsnotert på Euronext Growth i august 2020, og på hovedlisten i desember samme år. BEWI er et lokalt selskap med både hovedkontor og opprinnelse i Trøndelag, og som stadig figurerer i lokale medier. Vi anser BEWI som et spennende selskap med gode fremtidsutsikter i en interessant bransje.

I oppgaven finner vi selskapets markedsverdi på bakgrunn av en fundamental verdsettelse. Dette er en krevende øvelse som forutsetter at man har god forståelse av de ulike fundamentale driverne for BEWI. Da en fundamental verdsettelse er en subjektiv vurdering med en rekke forutsetninger vil vi supplere vårt funn med en komparativ verdsettelse på bakgrunn av reelle markedsverdier.

1.2. Problemstilling

Vi har valgt følgende problemstilling for oppgaven:

Hva er verdien av egenkapitalen til BEWI ASA pr. 31/12-2020?

Implisitt i denne problemstillingen ligger en rekke løpende problemstillinger som må besvares underveis. Hvilket avkastningskrav skal benyttes, hvilke strategiske faktorer påvirker verdien og hvordan vil vi estimere det fremtidige regnskapet, blant mange flere. Vi vil sammenligne verdien fra verdsettelsen med markedsverdien til BEWI på samme tidspunkt.

1.3. Avgrensning av oppgaven

Da dette er en masteroppgave som strekker seg over ett semester sier det seg selv at det må gjøres en rekke avgrensninger. Det er mange sentrale forhold som kunne forsvart en masteroppgave i seg selv, hvor vi må gjøre avgrensninger og forutsetninger på bakgrunn av oppgavens omfang. Underveis i oppgaven har vi tatt en rekke forbehold, og disse er nærmere beskrevet i de ulike kapitlene.

1.4. Oppgavens struktur

Vi vil i neste kapittel (kap. 2) presentere BEWI ASA, redegjøre for litt av historien til selskapet, de ulike markedsområdene og fortelle kort om de nærmeste konkurrentene. Deretter går vi gjennom en metodedel (kap. 3) hvor vi presenterer både vårt forskningsdesign og teoretiske utgangspunkt. De neste to kapitlene (kap. 4 og 5) tar for seg den strategiske- og regnskapsmessige analysen, før vi beregner avkastningskravet til BEWI (kap. 6). Videre vil vi på bakgrunn av de foregående kapitlene utarbeide estimat på ulike nøkkeltall som utgjør våre fremtidsprognoser (kap. 7). I kapittel 8 gjør vi en verdsettelse på bakgrunn av den fundamentale analysen, supplerer med en komparativ verdsettelse og gjør ulike vurderinger av vår estimerte verdi. Til slutt følger avslutningskapitlet (kap. 9) med endelig svar på oppgavens problemstilling.

2. Presentasjon av BEWI ASA

Informasjonen i dette avsnittet er basert på tilgjengelig informasjon om BEWI på selskapets hjemmeside og i publiserte årsrapporter.

BEWI ASA (heretter BEWI) er et norsk selskap som er notert på Oslo Børs og leverer produkter innenfor segmentene isolasjonsløsninger, komponenter og emballasje. Produktene er hovedsakelig laget av materialet expanded polystyrene (EPS), som blant de fleste er kjent som isopor. Selskapet ble startet på Frøya i Trøndelag i 1980 og har siden den gang ekspandert til et internasjonalt selskap med betydelig markedsandel i bransjen. Visjonen til BEWI er *“Protecting people and goods for a better everyday”* og de ønsker å være markedsledende mot en sirkulær økonomi.

Selskapet har vist solid vekst de siste årene, oppsummert i tabell 1. Tallene er oppgitt i millioner euro.

BEWI	2018	2019	2020
Total driftsinntekt	382,2	430,8	462,6
Totalresultat etter skatt	-1,1	5,5	26,0

Tabell 1- Driftsinntekt og totalresultat 2018-2020

2.1. Historie og eierstruktur

BEWI ble opprinnelig startet av Bekken-familien i 1980, hvor det primært var emballasjeprodukter til fisk som ble solgt til lokale aktører på Frøya i Trøndelag. Fra 1980-tallet og frem til 2000-tallet opererte selskapet som en lokal aktør, med langsom vekst og fokus på driften i egen bransje. Siden starten av 2000-tallet har BEWI sakte, men sikkert gått fra en omsetning på omtrent 30 millioner norske kroner til å bli et internasjonalt selskap med en omsetning på over 4 640 millioner norske kroner i 2020. Veksten har i størst grad kommet fra vellykkede fusjoner og oppkjøp.

I nyere tid er det en rekke selskapstransaksjoner som har bidratt til veksten. BEWI og StyroChem fusjonerte i 2014 og dannet BEWI Group. I 2018 kjøpte BEWI Group det nederlandske selskapet Synbra Holding, og økte med dette både omsetning og markedsstørrelse betydelig. Selskapet endret da navn til BEWISynbra Group. I de neste to årene kjøpte de eierandeler i det franske selskapet Isossol og det engelske selskapet Jablite Group. I 2020 ble selskapet omstrukturert i forbindelse med børsnoteringen, og aksjeandelen

flyttet til det nye selskapet BEWI ASA, som senere i 2020 noteres på børs. I dag er BEWI et stort konsern med en rekke datterselskaper som utgjør driften til selskapet. BEWI ASA er morselskapet hvor aksjene på Oslo Børs ligger.

Aksjonærene i BEWI er preget av store langsiktige investorer, og en forholdsvis liten andel av aksjene som omsettes på Oslo Børs.

Navn på aksjonær	Antall aksjer	Andel (%)
Frøya Invest AS	82 107 826	55,48 %
Kverva Industrier AS	14 600 424	9,87 %
Verdane ETF III SPV K/S	11 853 000	8,01 %
Verdane Skuld 1 AS	10 647 000	7,19 %
Kastor invest AS	2 529 637	1,71 %
JP Morgan Luxembourg SA	2 517 719	1,70 %
Halgrim AS	2 391 923	1,62 %
KMC Family AS	2 215 355	1,50 %
Constructio AS	1 770 000	1,20 %
BEWI Holding AS	1 616 739	1,09 %
Andre aksjonærer	16 161 251	10,63 %
Totalt	148 410 874	100,00 %

Tabell 2- Aksjonærer pr. 31/12-2020

2.2. Virksomhetsområder

BEWI har tre hovedområder, Raw, Packaging & Components og Insulation som hver utgjør ca. 30% av selskapets omsetning. Etersom BEWI kontrollerer hele verdikjeden er de mindre utsatt for svingninger i råvareprisene og har større innvirkning på kvaliteten på det som produseres. Dette forklares nærmere i kapittel 4.

2.2.1. Raw

Raw er BEWIs navn på området som produserer råmaterialet polystyren. Polystyren er videre råmaterialet som brukes for å lage isopor, også kjent som EPS. Av råmaterialene som produseres videreselges ca. 50% til eksterne kunder, mens resterende 50% brukes internt til utvikling av selskapets øvrige produkter. BEWI er dessuten eneste produsent i verden som gjennom sitt Raw-produkt BioFoam lager et 100% resirkulert produkt. Per dags dato brukes BioFoam i ulike pakningsløsninger, i kunstgressbaner og i bygningsisolasjon.

2.2.2. Packaging & Components

Packaging & Components (PC) er navnet på området som utvikler både standardiserte- og skreddersydde løsninger for ulike emballasjeprodukter. EPS-produktene er i utgangspunktet 100% resirkulerbare. Produktene som lages er blant annet komponenter til bilprodusenten Volvo for bruk i bilene, komponenter som brukes i sykkelhjelmer og en rekke ulike produkter som brukes til å primært frakte fisk. Siden sluttproduktene består av 90-98% luft er det viktig for selskapet å ha produksjonen i nærhet til sluttmarkedet, og BEWI har derfor PC-produksjon i 19 fabrikker i 6 ulike land.

2.2.3. Insulation

Insulation, eller isolasjon, er BEWIs område som produserer isolasjonsprodukter og forskjellige løsninger for byggebransjen. BEWI har 13 fabrikker i 6 land, og det produseres produkter både til bruk i bygging av eiendom, men også til ulike prosjekter knyttet til infrastruktur. Også selskapets isolasjonsprodukter stammer fra råmaterialet EPS og produksjonsprosessen er tilnærmet lik PC-segmentet. Isolasjonsproduktene er spesielt tilpasset lokale markeder, men også individuelle kunder med behov for spesielle løsninger.

2.2.4. Sirkulære produkter

Et av satsningsområdene til BEWI de siste årene har vært å gå foran som et godt bærekraftig eksempel i et voksende marked. I 2019 lanserte de konseptet om resirkulering av EPS-produktene som de selv leverte kundene sine, og i starten av 2020 var første kommersielle levering av 100% resirkulerte EPS-produkter et faktum. Selskapets mål er årlig resirkulering av 60 metriske tonn (av produsert 185 mt) med EPS, innen 3 år. EPS-materialet som samles inn går deretter inn i RAW-segmentet som nye EPS produkter. Et mål lengre frem i tid er at de innen 10 år skal resirkulere all produsert EPS. BEWI har også begynt å levere et produkt de kaller BioFoam, som er 100% nedbrytbart og som de håper kan bidra til økte markedsandeler i Insulation-segmentet i årene som kommer.

2.3. Aksjens utvikling

Selv om BEWI ble børsnotert i 2020 var planen i utgangspunktet at selskapet skulle på børs i 2018. Den gangen ble noteringen utsatt da selskapet ikke klarte å finne den riktige sammensetningen av aksjonærer, samt at tilgangen på kapital var mindre.

BEWI ble den 28.august notert på Oslo Merkur Market, som etter hvert ble endret til det som i dag heter Euronext Growth. Kursen åpnet på 22,0 kroner, og ble dermed verdsatt til en markedsverdi på 3,2 milliarder NOK. Kort tid etter, allerede i desember 2020 ble BEWI notert på hovedlisten på Oslo Børs.

Siden selskapets børsnotering den 28/8-20, har aksjekursen utviklet seg på følgende måte.



Figur 1- Kursutvikling fra 28/8-20 til og med 31/3-21

Til sammenligning har indeksen på Oslo Børs, OSEBX, steget med 12,3% i perioden 28/8 til 31/12-20. Dette er 7,8% bedre enn BEWI, som hadde en avkastning på 4,5% i samme periode.

Vi har som sammenligningsgrunnlag videre i oppgaven brukt kursverdien pr. 31/12-20, men observerer at det har vært en betydelig oppgang i perioden fra januar til og med mars.

2.4. Bransjeutvalg

BEWI opererer i en sammensatt bransje. Flere av konkurrentene vi har identifisert tilbyr ikke produkter og løsningen for alle segmentene som BEWI opererer innenfor. Vi har valgt å se på et utvalg av selskaper som er posisjonert for salg av produkter til de samme kundene i de samme geografiske områdene. Konkurrenter sees i kombinasjon med innovasjon og bærekraftig utvikling. Siden det ikke eksisterer en perfekt konkurrent som produserer de samme produktene som BEWI, har vi valgt flere selskaper fra ulike segment. Dette er børsnoterte selskaper som følger de samme regnskapsprinsippene, og muliggjør sammenligning av regnskapstall. Flere av disse selskapene er betydelig større en BEWI og har et bredere produktspekter. Sammenligning av selskapene blir gjort i den strategiske delen og i risiko- og lønnsomhetsanalysen.

Navn	Handelssted	Markedsverdi 31.12.20 (MEUR)
Amcor PLC	New York (NSE)	15 586
BASF	Frankfurt (FWB))	64 643
DS Smith PLC	London (LSE)	6 694
HEXPOL AB Class B	Stockholm (STO)	3 579
Huhtamaki Oyj	Helsinki (HEL)	4 103
Kingspan Group PLC	London (LSE)	13 831
Lindab International AB	Stockholm (STO)	1 306
Mondi PLC	London (LSE)	11 047
Rockwool International A/S Class B	Kjøbenhavn (CPH)	7 158

Tabell 3- Liste over bransjeutvalg med markedsverdi pr. 31/12-20

- Amcor PLC

Amcor PLC er et australsk-amerikansk selskap med base i Storbritannia. Med sine 35 000 ansatte og drift i 40 land produseres og utvikles ulike emballaseløsninger for mat, drikke, medisiner og lignende. Markedsverdien er på 15,3 mrd. euro.

- BASF

BASF er markedsledende innen råvareproduksjon og har et bredt produktsortiment. Selskapets største kunder er innenfor papir-, kjemikalie- og byggebransjen. I tillegg leverer de produkter til blant annet bilindustrien, ernæring og medisin. Markedsverdien er 64,6 mrd. euro.

- DS Smith PLC

DS Smith PLC er en britisk produsent av forpakkingsmateriell og emballaseløsninger, der produktene hovedsakelig stammer fra papp og papir. Selskapet har 31 000 ansatte med produksjon i 27 land. Markedsverdien er i underkant av 7 mrd. euro.

- Hexpol AB

Hexpol er en svensk produsent av gummi og plastprodukter som benyttes i blant annet biler, sykler, og oppbevaring av mat og drikke. Markedsverdien er 3,5 mrd. euro.

- Huhtamaku Oyj

Huhtamaku Oyj er et finsk selskap som primært tilbyr plastprodukter til mat og drikke. Dette inkluderer engangskopper, oppbevaringsbokser til ferdigmat, restauranter og dagligvare. Selskapet har drift i 36 land og i overkant av 18 000 ansatte. Markedsverdien er 4,1 mrd. euro.

- Kingspan Group PLC

Kingspan er et irsk selskap med markedsledende posisjon for isolasjon og byggeløsninger. De har drift i 70 land og har 15 000 ansatte på verdensbasis. Markedsverdien er på 14 mrd. euro.

- Lindab International AB

Lindab er et internasjonalt selskap med 5000 ansatte fordelt i 24 land. De utvikler og produserer byggekomponenter og byggesystemer til vegg, tak og tilbehør. Markedsverdien er på 1,3 mrd. euro.

- Mondi PLC

Mondi er en britisk emballasjeprodusent av papp, papir og plast. De tilbyr løsninger til dagligvare, personlig pleie og pakkelsesløsninger til e-handel og frakt. Selskapet har 26 000 ansatte og drift i 30 land. Markedsverdien er 11 mrd. euro.

- Rockwool International A/S

Rockwool er en dansk produsent av steinull for bruk i isolering og ulike byggeprosesser. Selskapet er over 100 år gammelt og har nesten 12 000 ansatte. Markedsverdien er 7,1 mrd. euro.

3. Metode

I metodekapittelet redegjør vi for praktiske valg knyttet til forskningsmetode, før vi beskriver den teoretiske fremgangsmåten. Til slutt skisserer vi et teoretisk rammeverk for de videre kapitlene i oppgaven.

3.1. Forskningsdesign

Vi har valgt et beskrivende forskningsdesign for å besvare problemstillingen. Dette passer godt ettersom vi har en veldig avgrenset problemstilling med et bestemt fenomen som skal belyses. Forholdet til empiri, eller data, ansees som deduktiv. Vi har et klart rammeverk og teoretisk metodegrunnlag for våre dataanalyser, og ønsker å kunne bidra til teorien basert på disse dataene (Johannessen et al., 2004).

En verdsettelsesoppgave skiller seg på mange måter fra typiske forskningsstudier, ved at man i større grad benytter et veletablert og fastsatt rammeverk, og at svaret på problemstillingen kun er gyldig for et gitt selskap, på et gitt tidspunkt med et gitt sett med forutsetninger.

Vi anser vår oppgave som et casebidrag til den eksisterende verdsettelseslitteraturen.

3.1.1. Innsamling og analyse av data

For å besvare problemstillingen kan vi benytte ulike metoder for innsamling av data. Primærdata planlegges og innhentes av forskeren selv gjennom intervju, observasjon eller spørreundersøkelser, mens sekundærdata er innhentet av andre for andre formål (Ringdal, 2018). Vi har valgt å benytte sekundærdata utelukkende. Det kunne vært nyttig og fortatt intervju, besøk eller observasjon hos BEWI, men av hensyn til oppgavens omfang har vi valgt bort dette. Et annet moment ville vært hvor påvirket en hadde blitt av å få informasjon ufiltrert fra selskapet selv.

Noe av kritikken mot sekundærdata er at det er innhentet av andre for andre formål. I vårt tilfelle vil datagrunnlaget være års -og kvartalsrapporter som er laget for investorer. Rapportene er godkjent av en uavhengig revisor. På denne måten er vi derfor trygg på at våre data passer godt til formålet.

Etter innsamling av sekundærdata blir regnskapene omstrukturert slik at den mest relevante dataen kan brukes til analyse av driften. Dette gjøres for å tilrettelegge for en systematisk arbeidsmetodikk, og for å kvalitetssikre at oppgaven opprettholder våre krav til validitet og reliabilitet.

I den strategiske analysen har vi innhentet data fra flere ulike kilder. Vi har benyttet data fra både internasjonale og nasjonale bransjeforeninger, statistikk fra nasjonale myndigheter og EU, samt et utvalg andre relevante kilder.

3.1.2. Validitet og reliabilitet

Et kritisk spørsmål knyttet til vår metode dreier seg om reliabilitet og validitet. Høy reliabilitet innebærer at gjentatte målinger med samme måleinstrument gir samme resultat. Høy validitet vil si at en faktisk måler det en vil måle. Høy reliabilitet er en forutsetning for høy validitet (Ringdal, 2018).

Vi har i denne oppgaven etterstrebet høy reliabilitet ved bruk av tradisjonell verdsettelsesteori og offentlig tilgjengelig regnskapsinformasjon etter internasjonal standard. Vi må likevel påpeke at graden av reliabilitet kan være lavere for enkelte momenter i oppgaven. Dette gjelder for analysen av bransjen, regnskapsmessige forutsetninger gjort underveis, samt verdsettelsen av BEWI ved bruk av multipler. Dette er ytterligere presisert i de aktuelle kapitlene. Vi har etterstrebet høy validitet gjennom å gjøre en omgruppering av regnskapet. En omgruppering av regnskapet for et mer investororientert perspektiv, gjør det enklere å måle egenkapitalverdien iht. oppgavens problemstilling.

3.2. Metoder for verdsettelse

Det finnes en rekke metoder å verdsette et selskap på, men felles for metodene er at en beregner en estimert verdi av selskapet på ett gitt tidspunkt. Verdsettelsen gjøres på bakgrunn av finansiell og ikke-finansiell informasjon, og det er ingen eksakt vitenskap som gir én riktig verdi. Verdien avhenger av mange ulike faktorer, spesielt investors formål og avkastningskrav (Dahl et al., 1997).

I vår verdsettelse har vi primært tatt utgangspunkt i Penmans (2013) tilnærming til fundamental verdsettelse basert på diskontert kontantstrøm fra driften og driftsrelatert superprofitt. Vi supplerer vår fundamentale analyse med en komparativ verdsettelse.

3.2.1. Fundamental verdsettelse

Utgangspunkt for fundamental verdsettelse er at verdien på selskapet kan måles gjennom en grundig gjennomgang av økonomiske forhold, strategisk analyse, estimering av fremtidig vekst, risikoprofil og kontantstrømmene til selskapet (Damodaran, 2002). Verdsettelsen baserer seg på et langsiktig perspektiv og forutsetter blant annet at forholdet mellom verdien på selskapet og de underliggende finansielle faktorene kan måles, og at dette forholdet er stabilt over tid. Som vi skal gå nærmere inn på er diskontert kontantstrøm-, rentabilitets- og nåverdimetoder helt sentrale for å gjøre en fundamental verdsettelse.

- Diskontert kontantstrøm fra driften

Diskontert kontantstrøm-metoden (DCF-metoden), beregner nåverdi av kapitalens fremtidige kontantstrømmer. I vår oppgave kommer vi til å benytte kontantstrøm fra driften, som gjør det mulig å verdsette driften til et selskap uavhengig av hvordan det er finansiert (Penman, 2013). Kontantstrøm fra driften kalles ofte “unlevered cash flow from operations”, og justert for endringer i driftskapitalen i løpet av året finner man fri kontantstrøm som kan brukes i egenkapital- og gjeldsmarkedet. Når kontantstrømmen beregnes basert på et driftsresultat etter skatt, utelates finanskostnadene, og dermed skattefradraget knyttet til disse. Vi vil likevel få med skatteeffekten ettersom vi benytter et avkastningskrav med en skattefordel tilknyttet gjelden (Damodaran, 2002).

Penman (2013) beskriver følgende fremgangsmåte for å beregne egenkapitalverdien i en kontantstrømmodell:

- 1) Estimer kontantstrøm i prognoseperioden
- 2) Diskonter kontantstrøm til nåverdi
- 3) Beregne vekstleddet etter prognoseperioden med en estimert vekstrate
- 4) Diskonter kontantstrøm i vekstleddet til nåverdi
- 5) Legg sammen nåverdi av kontantstrøm i prognoseperioden og vekstleddet
- 6) Trekke fra netto finansielle forpliktelser/netto gjeld. Verdien pr aksje finnes ved egenkapitalverdien delt på det totale antallet utstedte aksjer.

Vi har følgende formel for diskontert kontantstrøm fra driften, og bruker WACC som avkastningskrav på driftskapitalen.

$$NDME = \sum_{t=1}^n \frac{CFO_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{CFO_{t+1}}{WACC - g}$$

Formel 1- Diskontert kontantstrøm fra netto driftsmessige eiendeler

Hvor:

NDME = Verdi på driften (netto driftsmessige eiendeler)

CFO = Kontantstrøm fra driften

WACC = Gjennomsnittlig avkastningskrav

G = vekstraten etter prognoseperioden

- Driftsrelatert superprofitt

Driftsrelatert superprofitt, eller “Residual Income” er en metode som måler superprofitten, eller avkastningen utover avkastningskravet. Ettersom kontantstrømmetoder ikke direkte måler økonomisk prestasjon, men heller påvirkes av selskapets investeringer, vil superprofittmetoden kunne gi et utfyllende bilde på selskapet (Koller et al., 2010).

Driftsrelatert superprofitt finnes med følgende formel:

$$NDME = NDME_0 + \sum_{t=1}^n \frac{RI_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{RI_{t+1}}{WACC - g}$$

Formel 2- Driftsrelatert superprofitt fra netto driftsmessige eiendeler

Hvor:

NDME = Verdien på driften (netto driftsmessige eiendeler)

RI = Avkastning på NDME utover avkastningskravet:

(Resultat – (avkastningskrav x kapital))

WACC = Gjennomsnittlig avkastningskrav

G = vekstraten etter prognoseperioden

På samme måte som med kontantstrømmetoden kan verdien av egenkapitalen finnes ved å trekke fra netto finansielle forpliktelser fra den estimerte nåverdien av netto driftsmessige eiendeler (Penman, 2013).

Denne metoden sees på som et godt supplement til DCF-metoden, da den måler en av de viktigste økonomiske driverne til et selskap, nemlig avkastning på driftskapitalen. DCF-metoden kan til sammenligning vise en positiv utvikling i kontantstrømmen over en gitt periode, selv om avkastningen er fallende og den økonomiske prestasjonen har en negativ trend (Koller et al., 2010). De to modellene vil med like forutsetninger gi lik verdi.

- Selskapsmetoden eller egenkapitalmetoden

En sentral avklaring ved verdsettelse av selskaper er om man skal verdsette total- eller driftskapitalen, som vi har beskrevet til nå, eller om man skal benytte egenkapitalmetoden. Vårt argument for å benytte selskapsmetoden er at finansieringseffekten ikke vil påvirke verdien av selskapet. Den sammensetningen av kapital som ansees som den beste, er stort sett den sammensetningen som gir selskapet best avkastning (Damodoran, 2002).

Ved å bruke kontantstrøm fra driften, trenger en heller ikke å ta høyde for endringer i finansieringsstrukturen, og kan passe godt for et selskap som BEWI som ønsker å foreta nye oppkjøp i fremtiden. Verdien på egenkapitalen vil teoretisk sett bli den samme, men for å finne denne verdien må man trekke fra gjeldskomponenten i kapitalstrukturen.

3.2.2. Komparativ verdsettelse

Selv om man innen verdsettelse bruker mye tid på å regne ut en verdi på et selskap, er stort sett prisen avhengig av hvilken pris andre tilsvarende selskaper selges for (Damodoran, 2002).

Ved en komparativ verdsettelse vurderes ulike nøkkeltall for ulike sammenlignbare selskaper. Dersom man gjør en fundamental verdsettelse og kommer frem til en verdi, kan det være hensiktsmessig å sammenligne denne verdien mot andre lignende selskaper. Dersom verdien er høyere enn for et tilnærmet likt selskap, bør en i den fundamentale analysen ha funnet drivere som argumentere for at dette selskapet skal være mer verdt.

Følgende multipler vil bli benyttet i komparativ verdsettelse:

- **Price to earnings - P/E**

Price to earnings (P/E) eller pris til resultat, er en av de aller mest brukte og misbrukte multiplene av børsnoterte selskap. Prisen refereres til markedsprisen pr aksje, eller markedsverdien til selskapet totalt, mens resultat er inntjeningen/overskuddet pr aksje eller totalt. Det er vanlig å skille mellom “trailing” P/E; basert på inntjening tilbake i tid, og “forward” P/E som representerer forventet inntjening. Damodoran (2002) hevder at dette er en noe misbrukt multiplenummer fordi den ignorerer den fundamentale finansieringen, og ikke gjør det så lett å sammenligne med andre selskap (Damodoran, 2002). Vi kommer til å benytte trailing P/E i den komparative verdsettelsen.

$$P/E = \text{Markedsverdi} / \text{Resultat}$$

- **Price to book value - P/B**

Price to book (P/B) eller pris til bokført verdi er kort fortalt en multiplenummer som forklarer hvor mye en betaler for selskapets egenkapital (eiendeler fratrukket gjeld). En P/B multiplenummer på 1,0 betyr eksempelvis at prisen man betaler sammenfaller med den eksakte verdien på egenkapitalen. Dersom markedsprisen er under den bokførte verdien, får vi en ratio på $< 1,0$, mens i motsatt fall hvor markedsprisen er over den bokførte verdien får vi en ratio på $> 1,0$.

Forholdet mellom P/B er mer komplekst enn investorer sannsynligvis tror. Verdien på multiplenummeret bestemmes i størst grad av den forventede avkastningen på kapitalen. Høyere avkastning vil teoretisk bety høyere pris, mens lavere avkastning betyr lavere pris. Det er ikke dermed nødvendigvis slik at lave P/B-verdier betyr at et selskap er underpriset, men at forventet avkastning kan være lavere (Damodoran, 2002).

$$P/B = \text{Markedsverdi} / \text{Bokført verdi av egenkapitalen}$$

- **Enterprise value to EBITDA - EV/EBITDA**

Enterprise value to earnings before interest, taxes, depreciation and amortization, eller selskapsverdi til bruttoresultat, er en multiplenummer som er mye brukt i verdsettelsessammenheng, spesielt blant analytikere og investorer. En kan hevde at denne multiplenummeret gir det beste sammenligningsgrunnlaget, blant annet fordi det gjør det mulig å sammenligne selskap på tvers av finansieringsstruktur, og er da ikke like avhengig av å finne komparative selskaper i samme bransje/sector som med P/E og P/B-multiplenummerene (Koller et al, 2010).

Det er også langt flere selskaper som har et positivt driftsresultat, enn positivt resultat etter skatt, hvilket gjør at det er mulig å analysere og sammenligne flere selskaper enn ved bruk av eksempelvis P/E-multippel. Det vil også være forskjeller i måten selskaper regnskapsmessig behandler avskrivninger på, som utgjør store forskjeller i tradisjonelle resultat-multipler, men som man altså ikke trenger å ta høyde for i EV/EBITDA ratioen (Damodoran, 2002).

$$EV/EBITDA = (\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{markedsverdi av gjeld} - \text{kontanter}) / EBITDA$$

3.2.3. Valg av metode og begrensninger

En annen mye brukt verdsettelsesteknikk er opsjonsbasert verdsettelse. I tilfeller hvor det finnes en verdi knyttet til å besitte en rettighet, men ikke være forpliktet til å utøve den, kan dette gi merverdi i en verdsettelse (Kaldestad & Møller, 2017).

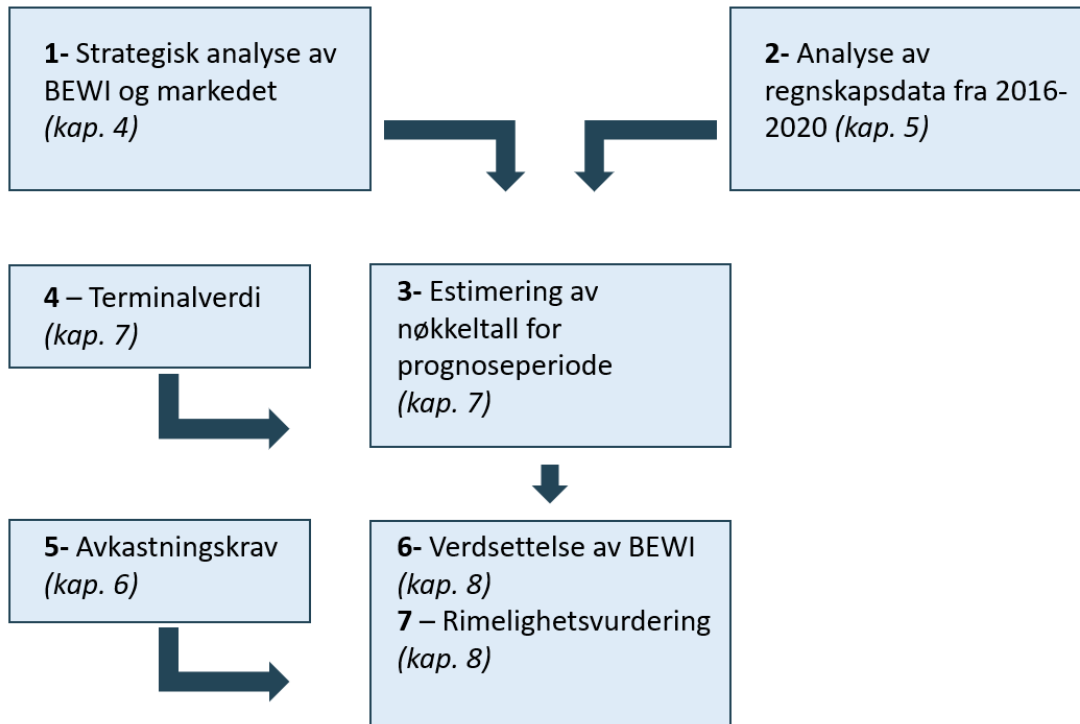
Det finnes en rekke forskjellige opsjonsmodeller, men vi har ikke prioritert å vedsette BEWI etter disse. Basert på selskapets struktur anser vi det mindre hensiktsmessig å benytte opsjonsbasert verdsettelse i oppgaven. Vi vurderer at de modellene vi har benyttet måler verdien på en tilstrekkelig måte.

En alternativ verdsettelsesmetode for BEWI kunne vært å verdsette de tre ulike segmentene hver for seg. Disse segmentene er adskilte enheter, som teoretisk sett kunne muliggjort en slik fremgangsmåte. Av hensyn til oppgavens omfang, tilgjengelig informasjon og en vurdering av kost-nytte, vil vi heller ta hensyn til de ulike segmentene i våre prognoser, og verdsette selskapet under ett.

Vi velger å verdsette egenkapitalen til BEWI ved bruk av diskontert kontantstrøm fra driften, og driftsrelatert superprofitt. Resultatet suppleres med en komparativ verdsettelse.

3.3. Rammeverk for verdsettelsen

Vi har introdusert BEWI i kapittel 2, og gjort en rekke avklaringer knyttet til metode i dette kapitlet. Nå presenteres rammeverket for verdsettelsen som vil utgjøre de resterende kapitlene i oppgaven. Mange av de teoretiske tilnærmingene til verdsettelsesprosessen er forholdsmessig like, og vi har basert vårt rammeverk på Penman (2013) og Kaldestad & Møller (2017).



Figur 2- Rammeverk for verdsettelse

1. Strategisk analyse av BEWI og markedet (kap. 4)
2. Analyse av historisk regnskapsdata fra 2016-2020 (kap. 5)
3. På bakgrunn av del 1. og 2. utarbeides prognoser for en eksplisitt periode (kap. 7)
4. Estimering av vekstledd for å hensynta verdiskapning etter denne perioden (kap. 7)
5. Estimering av avkastningskrav for å diskontere beregnede verdier (kap. 6)
6. Verdsettelse ved bruk av verdsettelsesmodeller (kap. 8)
7. Rimelighetsvurdering av verdi (kap. 8)

4. Strategisk analyse

Utgangspunktet for den strategiske analysen er å vurdere om selskapet kan skape meravkastning basert på deres posisjon i markedet og om de opererer i en industri hvor den generelle bransjelønnsomheten er svak eller sterk (Kaldestad & Møller, 2017). Analysen bidrar til å predikere framtiden på et bredere grunnlag enn det regnskapsanalysen gjør alene. Her avdekkes eksterne og interne faktorer som ikke fremkommer i regnskapet. Den strategiske analysen er på så måte et viktig ledd i den fundamentale verdsettelsen.

Vi vil starte med å kartlegge bransjen og få en forståelse av verdikjeden til BEWI. Den strategiske analysen i denne oppgaven deles overordnet inn i en eksternanalyse og en internanalyse, der eksternanalysen/industrianalysen vil vurdere lønnsomheten og risiko, mens den interne analysen vil vurdere BEWIs posisjon i bransjen. Dette gjøres ved å vurdere BEWIs resurser ved hjelp av VRIO modellen. Avslutningsvis oppsummeres ekstern og internanalysen i en SWOT- analyse.

4.1. Eksternanalyse

Hensikten med eksternanalysen er å forstå lønnsomhetspotensialet til bransjen som helhet og kartlegge hvilke trusler og muligheter som utvikler seg i bedriftens omgivelser (Roos et al. 2014). Vi har valgt å benytte PESTEL og Porters Five Forces for å kartlegge BEWIs eksterne omgivelser. PESTEL analyserer de makroøkonomiske forholdene i bransjen, mens Porters Five Forces vurderer de grunnleggende konkurranseforholdene i bransjen.

BEWI har drift i flere land og vil på så måte påvirkes av globale uroligheter, svingninger i verdensøkonomien, samt juridiske bestemmelser der de både produserer og selger sine produkter. Den eksterne analysen vurderer hvordan plastbransjen påvirkes av globale og nasjonale målsettinger. Vi avgrensner bransjen og markedet som BEWI operer i til å inkludere produsenter av isolasjon, pakkelsninger og råmaterialer. Analysen er i hovedsak basert på det nordiske og europeiske markedet. Konkurrentene er ytterligere beskrevet i kapittel 2.

4.1.1. PESTEL-analyse

PESTEL-analysen vil være nyttig som en sjekklister når man ønsker å se på sentrale faktorer i omgivelsene. Modellen har noe begrenset strategisk verdi, og det vil dermed være nødvendig å kombinere denne tilnærmingen med andre analysemetoder. PESTEL-modellen gir et oversiktlig bilde av faktorer som påvirker bransjen, og vurderer i hvilken grad disse faktorene vil påvirke den fremtidige utviklingen (Roos et al, 2014).

- Samfunns og miljøfaktorer

Forurensning og utslipp

Forsøpling av verdenshavene og global oppvarming er to av verdens største miljøproblemer. Begge har sitt utspring fra samme kilde, fossil olje og gass. Reduksjon av plast som avfall kan bidra til kutt i klimagassutslippene (Jortveit, 2018).

Miljøkonsekvenser av produksjon

EPS er et bearbeidet oljeprodukt og dermed ikke et produkt som er selvstendig utvunnet fra naturens ressurser. Materialet bruker i underkant av 0,1% av den globale oljen som råvare, men gir 200 ganger så høy energibesparelse. Bransjeforeningen i Norge og Europa sørger for at medlemmer overholder miljøprosedyrene for produktet. Det betyr at de miljøskadelige blåsemidlene KFK og HKFK som ofte er å finne i EPS ikke finnes i produkter som produseres av bedrifter som er medlem av bransjeforeningen. KFK og HKFK forsterker drivhuseffekten og bryter ned ozonlaget. Alt av prosessavfall og skjærevfall føres tilbake i produksjonsprosessen av produsentene. Materialets lave vekt bidrar til å redusere miljøkonsekvensene og kostnadene knyttet til transport av tyngre materialer (EPS-foreningen, u.å.).

Resirkuleringsmuligheter

EPS har store resirkuleringsmuligheter. Det kan enten resirkuleres mekanisk, ved at det smeltes til nye produkter eller gjenvinnes kjemisk, dvs. at plasten blir utsatt for høy varme og smeltet tilbake til olje og gass. EPS er dermed et ettertraktet produkt til resirkulering, og har en høy innsamlingsgrad fra de store EPS-brukerne og produsentene. For mindre brukere er innsamlingen vesentlig dårligere, der den store barrieren ligger i produktets lave vekt i forhold til størrelse. Dette gjør at transportkostnadene blir store, som igjen medfører at innsamlingen blir mindre attraktiv (Avfall Norge, 2020).

Kundenes holdninger

Kunder innenfor havbruk, bygg og anlegg er på lik linje med leverandørene sterkt regulert av miljømessige bestemmelser. Dette betyr at etterspørselen etter resirkulerbare produkter er høy. Fiskeri og havbruksnæringen er en sentral aktør i arbeidet mot å nå klimamålene satt av FN. Dette gjelder blant annet krav til innkjøp av bærekraftige produkter for oppbevaring og transport.

Tall fra 2018 viser at byggenæringen er blant verdens største forbrukere av naturressurser, og stod for 36% av den globale energibruken og 39% av utslippene. SSB viser til at avfall fra

nybygg sto for 35% av de totale avfallsmengdene i segmentet som gjaldt nybygging og rehabilitering. Den svenske entreprenøren Skanska produserer ca. 30 kg avfall per kvadratmeter de bygger, mens majoriteten i bransjen ligger mellom 30-60 kg. Entreprenører med høye miljø og klimaambisjoner peker på at bedre samarbeid mellom aktørene i bransjen kan bidra til å minimere avfallsmengdene på byggeplassene ytterligere. Utfordringene produsentene og leverandørene står ovenfor i dag er hovedsakelig knyttet til varierende informasjonsflyt mellom aktørene, lite detaljert informasjon og lav grad av automatiserte bestillinger (Sintef, 2021).

- Politiske faktorer

FNs bærekraftsmål

FN erstattet de åtte tusenårsmålene i 2015 med 17 nye bærekraftsmål som i utgangspunktet gjelder frem til 2030. Målene ble vedtatt for å sikre videreutvikling av globale menneskerettigheter og redusere det menneskelige fotavtrykket. Blant disse målene er det konkretisert utviklingsmål som omfatter bærekraftig og moderne energi, samt bærekraftig handlingsmønstre for produksjon og forbruk. De skjerpede målene i Parisavtalen krever at klimagassutslipp fra alle kilder fases ut frem mot 2050 (UN Global Compact, 2015).

På EU-nivå inkluderer dette at alle medlemslandene iverksetter en kontrollordning med mål om at alle nye konstruksjoner skal ha et energiutslipp nært null, innen utgangen av 2020. Plastic Europe har satt målet for plastindustrien til å gjenbruke eller resirkulere 60 % av all plast innen 2030 og 100 % innen 2040 (PlasticsEurope, 2020).

Politiske fremtidsutsikter for EPS

Foreningen for EPS i Norge viser til at de som næring ønsker å være en del av løsningen på plastproblemet. De peker på at problemet må håndteres politisk gjennom økt gjenvinning og avfallsforebygging. I dag mangler flere kommuner særskilt behandling av EPS og velger å forbrenne innsamlet EPS til energi. Dagens krav til materialgjenvinning gjelder kun husholdningene. Foreningen ønsker også krav til tjenesteytende sektorer. Det europeiske forbundet, EUMEPS som inkluderer hele verdikjeden for EPS i Europa har tett oppfølging mot de nasjonale forbundene i Europa. Foreningen vektlegger viktigheten av å kunne overlape sirkulærbare produkter med andre næringer (EUMEPS, 2020).

EPS og Olje

Den førende klimapolitikken med Parisavtalen i spissen har som mål å redusere karbonutslipp fra de fossile brenslene olje, gass og kull. I dag utgjør de fossile brenslene 87% av verdens samlede energiforbruk, mens de fornybare (utenom vann) utgjør under 3 %. Plastikk kan fremstilles ved bruk av råolje (fossilbasert plast) eller fra fornybare råvarer som finnes andre steder i naturen (dette kan være cellulose eller stivelse). Plast er samlebetegnelse for produkter med forskjellige egenskaper og bruksområder, men deles vanligvis inn i termoplast og hermeplast. BEWI jobber innenfor termoplastgruppen med blant annet expanded polystyren (EPS). EPS (isopor) er et lett og miljøvennlig produkt som består av 98 % luft og 2% polystyren. I Europa anvendes kun 4% av total oljeproduksjon til produksjon av plast, og kun 0,2% av oljeforbruket går til fremstilling av EPS.

EUs plastikkskatt

Debatten om plast er stadig økende både nasjonalt og internasjonalt. EU-kommisjonen har jobbet med å forby og skattlegge engangsprodukter av plast. Dette gjelder særlig produkter av plast som finnes i havet. EU innførte nye skatter og avgifter på plastavfall fra 1. januar 2021, deriblant skatt på ikke-materialgjenvunnet plast. Skatten utgjør 0,8 euro per kilo ikke-materialgjenvunnet plastavfall (Avfall Norge, 2020). I dag resirkuleres 67% i EU.

For EPS markedet er det engangsprodukter som kopper, matbeholdere og drikkebeholdere som først skal fastes ut. Der det eksisterer alternativer har EU bestemt at disse skal forbys i løpet av 2021 (EY, 2020). Forbudet mot engangspplast trer i kraft 3.juli 2021.

Skattepolitikk

Selskapskatt er den skatten bedriftene betaler på sine overskudd (NHO, 2021).

Selskapskatten for de europeiske landene varierer, der Tyskland, Nederland og Spania har høyere skattesats enn de nordiske landene. I Norge og Danmark er skattesatsen 22 %, i Sverige 20,6 % og 20 % i Finland. Utenfor Norden opererer Tyskland med en selskapskatt på 30 %, Nederland og Spania med 25 %, Portugal 21 %, Russland 20 % og Polen 19 % (KPMG, 2021).

Shenell-utvalget foreslo i sin utredning til finansdepartementet i 2014 at selskapskatten i Norge burde senkes fra 27 % til 20 % for å være konkurransedyktig med andre land. I Sverige ble skattesatsen ytterligere redusert fra 21,60 i 2020 til 20,4 i 2021.

- Økonomiske forhold

Råvare -og oljepris

Oljeprisen har stor betydning for verdensøkonomien og har betydelig påvirkning på produksjon av EPS slik det framstilles i dag. Høyere oljepris gir økte råvarepriser og visa versa. I bransjen som BEWI opererer i, med forholdsvis lave marginer, vil råvareprisen kunne ha stor effekt på selskapenes resultat.

Økonomisk vekst

Det er flere økonomiske forhold som påvirker BEWI og bransjen i større eller mindre grad. Siden produktene som selges ofte er en komponent i et større prosjekt eller en del av en større leveranse er de avhengige av at øvrige samarbeidspartnere og kunder opprettholder og øker sine volum. Dette kan påvirkes gjennom flere økonomiske forhold. Først og fremst er bransjens salg sterkt linket til den generelle veksten i markedet. Økt økonomisk vekst kan føre til økt etterspørsel hos både sluttkundene og leverandørene i bransjen. BNP, som brukes som en indikator på økonomisk vekst og produksjon, anslås av EU-kommisjonen (2021) til å ende opp med en økning på ca. 3,7 % i Europa i 2021 og 3,9 % i 2022. Tabellen under viser historisk- og forventet vekst.

Vekst i BNP	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e
EU	2,8	2,1	1,6	-6,3	3,7	3,9

Tabell 4- Vekst i EU-BNP fra 2017-2020, og estimat for 2021 og 2022

Med økonomisk vekst følger også økning i sektoren for bygg og konstruksjon. Dette kan føre til økt etterspørsel etter materialer av isolasjon, inkludert EPS og XPS. (Wiesweg, 2019)

Rentenivå

Rentenivået slik det er for øyeblikket (medio Q1 2021) ansees som svært lavt. Norges banks oversikt over de 10-årige statsobligasjonene viser et gjennomsnitt for 2020 med 0,82, og dette er representativt også for øvrige land BEWI opererer i. Dette indikerer at finansieringskostnaden for kundene er forholdsvis lav. Tall for 2020 er sterkt farget av Covid-situasjonen og det er nok derfor vanskelig å kunne si noe om realkostnaden og rentens påvirkning på denne, når et tar i betraktning alle restriksjonene som trekker opp produksjonskostnader og marginer. Rentenivå er en faktor for veksten i markedet og bidrar til den forventede økningen i BNP (Norges Bank, 2021).

- Sosiokulturelle forhold

Under sosiokulturelle forhold regner vi både sosiale, kulturelle og demografiske forhold (Roos et al, 2014). Fordi aktørene i markedet er internasjonale med konkurranse i mange land vil påvirkningen av sosiokulturelle forhold være stor.

Arbeidskulturen i ulike land er veldig forskjellig, og tilnærmingen til en mer bærekraftig modell er ikke nødvendigvis delt mellom administrasjon i ett land og driftspersonell i et annet. Et annet aspekt, og en viktig driver for lønnsomhet er lønnskostnaden i de ulike land. EUs statistikkavdeling viser at lønnskostnaden for EU gjennomsnittlig ligger på 32,3 EUR/t for 2020, og har vokst med omtrent 2,5 % årlig (Eurostat, 2020).

Spesielt FoU-avdelinger er avhengig av høyt kompetente mennesker, og det vil være avhengig for hele bransjen og hvorvidt man skal kunne lykkes med en bærekraftig profil at de som ansettes bidrar med dette i praksis. I Norge har det siden 2000 vært en økning på 36 % i antall studenter i teknisk og naturvitenskapelig utdanning (SSB, 2020). Dette kan indikere at tilgangen på arbeidskraft i nordiske land vil være til stede også fremover i tid.

- Teknologiske forhold

Nyskapende teknologi

Den kjemiske industrien har begynt å utvikle metoder for omdanning av plastavfall til råmateriale, og deretter til kjemiske prosesser. Om dette lykkes, kan en større mengde kontaminert EPS-emballasje resirkuleres på mellomlang sikt. Per i dag er produksjonsmetodene delt inn i formskjæring og formstøping. For produkt med mindre kompleks geometri kan produktet skjæres til ønsket form, mens for mer komplekse produkt benyttes det teknologi som støper produkt til ønsket form.

Nye oppdagelser

EPS-foreningen viser til at det det har vært et gjennombrudd for resirkulering av ekspandert polystyren (isopor) i 2021. For første gang viser bransjen at det er mulig å produsere et nytt EPS-produkt i 100 % resirkulert byggemateriale. Dette er et stort skritt i riktig retning mot målet om å gjøre bruken av EPS sirkulær (EPS-foreningen, 2021).

BioFoam

For å redusere graden av fossil plast i har bransjen begynt å utvikle fossilfrie produkter. BioFoam er et produkt som ligner på tradisjonell EPS, men som er framstilt fra plantebasert biopolymomer og dermed biologisk nedbrytbart. Fordelen med produktet er at det er CO₂-nøytralt og kan gjenvinnes. Produktets utfordring i dag er knyttet til høyere materialkostnader.

- Legale forhold

En rekke av de legale forholdene har vi allerede dekket under miljømessige og politiske forhold.

Som et tiltak for å redusere faren for at plast kommer på avveie ble det fra 1/1-2021 innført strengere regler for eksport og import av plastavfall. EU innførte eksportforbud for problematisk plastavfall til alle land som ikke er OECD-land. Norge følger samme praksis. Endringen kom som følge av de skjerpede internasjonale reglene. Konsekvensen av den uregulerte handelen har vært helse og miljøproblemer for flere land, hvor særlig fattige har blitt rammet hardt. Dagens regler vil først og fremst gjelde for de aktører som eksporterer blandet plastavfall som er dårlig egnet til gjenvinning. Det skal kunne dokumenteres at avfallet går til miljømessig forsvarlig behandling hos mottaker. Regelverket åpner for at plast som er godt egnet til materialgjenvinning kan eksporteres uten forhåndsklarering (NOU, 2021).

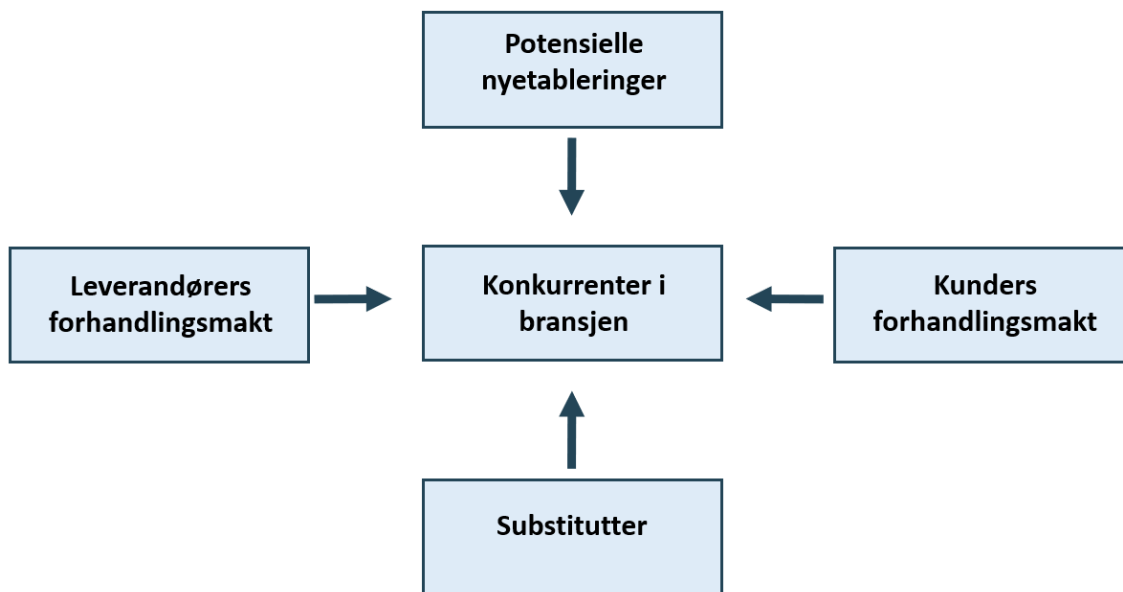
- Oppsummering av PESTEL

PESTEL-analysen viser at plastbransjen står ovenfor strengere krav til resirkulering de neste tiårene. Det er en rekke mulige endringer på trappene som vil endre forutsetningene til bransjen som følge av politiske og miljømessige forhold. Vi har også diskutert at bransjen er nært knyttet til den generelle utviklingen i BNP. Analysen viser også en kobling mot oljepris og andre råvarepriser. Bransjen opplever strengere regulatoriske krav og dette forventes å bidra til en rekke teknologiske- og miljømessige nyvinninger.

4.1.2. Porters five forces

Porters fem-steg-modell brukes for å analysere konkurranseomgivelsene til BEWI.

Rammeverket vurderer graden av konkurranse i fem ulike aspekter; trussel fra nyetableringer, trussel fra substitutter, kunders forhandlingsmakt, leverandørers forhandlingsmakt og rivalisering (Barney, 2014). For hvert av disse aspektene vil vi gå nærmere inn på de viktigste underpunktene for BEWI og markedet de operere i. Vi kommer også til å si noe om hvordan vi vurderer risikoen til BEWI på hvert av disse områdene.



Figur 3- Porters five forces

- Nyetableringer

Utgangspunktet for enhver konkurransesituasjon er at dersom det er profitt i et marked vil det komme nye konkurrenter til, og hvorvidt disse vil klare å ta markedsandeler (og profitt) fra eksisterende aktører avgjøres av hvilke etableringsbarrierer som finnes (Barney, 2014).

EPS-markedet både nasjonalt og internasjonalt består av industriselskaper. Dette gjør at det er en del kapitalkrevende investeringer for å kunne gå inn i markedet. Etableringskostnadene vil være knyttet til investering i fabrikker, maskiner, verktøy og kompetent arbeidskraft.

Transportkostnadene til EPS er høy grunnet produktets oppbygging (sluttproduktet til EPS består av 98% luft og 2% plast). Dette gjør at det vil være nødvendig å lokalisere produksjon og sluttmarked. Når en aktør først har etablert fabrikk i et område, kan det være lite profitt å hente for en ny aktør i samme område. Avtaler mellom kunder og leverandører er i denne

bransjen er typisk av lengre varighet. Trusselen for nyetableringer i EPS-markedet vurderes til å være forholdsvis lav.

For både BEWI sin del, men også for øvrige konkurrenter, eksisterer det ikke store driftsmarginer som indikerer at lønnsomhet kommer fra produksjon i storskala. BEWI har i dag produksjon i 38 fabrikker med mer enn 1400 ansatte, som i seg selv utgjør en kapitalintensiv produksjon (BEWI, 2021).

Per dags dato finnes det ingen legale restriksjoner for å tre inn i markedet, men nye konkurrenter vil kreve betydelig kapitaltunge investeringer og investering i organisasjonsstruktur, slik at risikoen herunder ansees som mindre sannsynlig.

- Konkurransesituasjonen i markedet

Nye etableringer av konkurrenter er en viktig trussel, men vel så viktig er rivaliseringen mellom de eksisterende aktørene. Barney (2014) viser til generelt høy konkurranse når det er mange aktører, med forholdsvis lik størrelse, lav vekst, lite forskjell mellom produktene og at kapasiteten økes i store intervaller.

Som vi har sett i bransjeutvalget er det stor forskjell på størrelsen på de ulike aktørene. Det er også slik at mange av konkurrentene i markedet har øvrige segment med helt forskjellige produkter som gjør at EPS-konkurransen bare er en del av et selskaps totale konkurransesituasjon. I tillegg er kappløpet om å utvikle bærekraftige produkter og løsninger en stor del av konkurransen mellom produsentene. Vi vurderer konkurransen i markedet som moderat.

- Substitutter

Med substitutter mener vi risikoen for at andre produsenters ulike typer produkter vil kunne møte kundenes behov på en lik eller bedre måte enn det egne produkter gjør (Barney, 2014). Nettopp risikoen for substitutter kan være forholdsvis stor i enkelte segment, og representere et disruptivt risikoelement for hele bransjen.

Hele EPS-markedet, men også BEWI spesielt, leverer produkter til en rekke segmenter - både råvarer og behandlede elementer. De fleste emballaseløsningene for kjøle -og frysevarer lages i dag av EPS. Smurfit Kappa er en europeisk produsent av bølgepapp som i 2020 utviklet et 100% resirkulert alternativ til EPS-emballasje. Produktet ble til som følge av at en internasjonal leverandør av ferske og frosne matvarer ønsket å erstatte EPS-emballasjen med en alternativ løsning som ikke var skadelig for miljøet (Smurfit Kappa, 2020).

BioFoam, som er produsert av BEWI, er et annet EPS-produkt som skiller seg fra helt vanlig EPS. Produktet er plantebasert og CO2 nøytralt, og er 100% resirkulerbart. I dag benyttes det i bygningsisolasjon, kunstgressbaner og i mindre skala for packaging solutions. Det ventes at produktet vil ha stor vekst gitt at materialkostnaden på sikt blir konkurransedyktig sammenlignet med vanlig EPS (BEWI, 2020).

Trusselen for substitutter i markedet kan karakteriseres som lav på kort sikt og moderat til høy på lengre sikt.

- Kunders forhandlingsmakt

Kunders forhandlingsmakt overfor en bransje vurderes ut fra om kunden kan utføre produksjon selv og hvor mange tilbydere det finnes i området (Fjeldstad & Lunnan, 2018). Det har tidligere i eksternanalysen blitt konkludert med at trusselen for nyetablering er relativt lav for de områdene det allerede eksisterer produsenter av EPS. Dette vil føre til at kundens muligheter for å velge en annen leverandør er begrenset. Strengere krav til bærekraft og miljøvennlige produkter vil trekke i retning av at kunder ønsker et tettere samarbeid med produsentene. Dette for å kunne påvirke produktene, men også for å skape godt samarbeid med på levering og retur av EPS som kan gjenvinnes. Avtaler mellom kunder er typisk av lengre varighet, og for de største kundene er det vanlig at de setter bort hele produksjonen.

Kunders forhandlingsmakt vurderes til å være begrenset da produsentene ofte er lokalisert på samme område som kundene der det eksisterer få tilbydere.

- Leverandørers forhandlingsmakt

Vi kan definere trusselen fra leverandørenes forhandlingsmakt ved å se på i hvor stor grad de kan påvirke pris og kvalitet på det som leveres. De mest sentrale faktorene ansees å være antall ulike leverandører, og graden av differensierte produkter (Barney, 2014).

Ettersom BEWI produserer produkter for hele verdikjeden, ansees de i større grad som en leverandør for andre. Da BEWI sitt "RAW"-segment står for råmaterialet til de øvrige segmentene internt, vurderes trusselen fra leverandører som lav. Det er riktig nok et moment at prisen på råvaren som bearbeides i "RAW"-segmentet er høyt korrelert med oljeprisen, men dette handles på en tilnærmet åpen markeds plass, og ansees ikke som relevant for dette punktet.

- Oppsummering av Porters Five Forces i EPS-markedet

Porters Five Forces	Nyetablering	Konkurransen	Substitutter	Kunder	Leverandører
Høy			(x)		
Moderat		x	x		
Lav	x			x	x

Tabell 5- Oppsummering av Porters five forces

Vi har i dette kapitlet vurdert trusselnivået fra en rekke ulike kilder. Vi har vurdert lav risiko knyttet til kunder- og leverandørers forhandlingsmakt, og til trussel knyttet til nyetableringer.

Vi har definert konkurransesituasjonen som moderat, hvor det er en rekke konkurrenter av ulik størrelse og produktspekter. Den virkelige risikoen dreier seg om substitutter til de EPS-produktene og mest populære tjenestene som bransjen leverer. På bakgrunn av pågående endringer i rammebetingelser fra miljømessige og politiske forhold vil nye løsninger og teknologier kunne tvinge seg frem.

4.2. Internanalyse

Hensikten med internanalysen er å forstå selskapets lønnsomhetspotensial relativt til resten av bransjen. Vi har benyttet VRIO-rammeverket for å belyse dette.

4.2.1. VRIO

VRIO er et rammeverk for å analysere styrker og svakheter basert på de ressursene selskapet besitter. Rammeverket stiller fire spørsmål om virksomheten, som kan gi en pekepinn på om sentrale ressurser er en styrke eller en svakhet (Barney, 2014). Evnen til å opprettholde og utvikle et konkurransefortrinn ses i sammenheng med hvilke ressurser BEWI disponerer og hvordan de anvendes. Vedvarende konkurransefortrinn kan ifølge VRIO-modellen kun baseres på følgende egenskaper (Fjeldstad & Lunnan, 2018):

(V) Verdi – Vurderer i hvilken grad ressursene er verdifulle, det vil si i hvilken grad de kan omsettes i produkter og tjenester som skaper verdi for kundene.

(R) Sjeldenhet - Er ressursen kontrollert av kun en liten andel av konkurrerende virksomheter?

(I) Ikke Imiterbar - Vurderer hvorvidt ressursene er enkle å kopiere eller kan erstattes av andre ressurser

(O) Organisering – Vurderer om bedriften er organisert for å trekke ut et eventuelt overskudd fra ressursen.

Vi har valgt å vurdere produktspekter, kundeforhold, fabrikker/lokasjoner og bærekraftig utvikling som de fire strategiske ressursene som på bakgrunn av eksternanalysen har størst påvirkning på selskapets utvikling.

- Produktspekter

BEWI tilbyr et bredt spekter av løsninger og produkter til ulike bransjer. Dette gjelder blant annet byggebransjen, bilindustrien og oppdrettsnæringen. I tillegg produserer de skreddersydde løsninger for VVS, hagebruk, e-handel og medisin. For det norske og portugisiske markedet er det produksjon og salg av fiskekasser som står for den største delen av omsetningen, mens salg i Sverige og Danmark er delt mellom de ulike segmentene.

BEWI ønsker å kombinere teknologi og innovasjon med produksjon og tekniske prosesser for å skape nye bruksområder for EPS. Dette har resultert i at de var det første selskapet som lyktes med å produsere EPS som er 100% resirkulerbar. Produktet BioFoam ansees å ha stort potensiale for å møte fremtidig etterspørsel fra kunder og bestemmelser fra myndigheter. I en tidlig fase kan BioFoam vurderes til å være en sjelden ressurs sammenlignet med konkurrerende byggematerialer som er på markedet i dag. Ressursen vurderes til å kunne kopieres av konkurrerende virksomheter i nær fremtid. Vi vurderer BEWIs produktspekter til å være et midlertidig konkurransefortrinn basert på de produktene de tilbyr til de ulike bransjene.

- Kundeforhold

BEWI har flere større kontrakter med store aktører i de ulike bransjene. I bilbransjen har de samarbeid med Volvo og leverer både standardiserte og tilpassede emballaseløsningen av ulik karakter. I byggebransjen er Skanska en av de store kundene som har valgt BEWI på bakgrunn av deres byggeprodukt som er 100 % resirkulerbart, og at de både innhenter og resirkulerer avfallet (BEWI, 2019). I sektorer for opprett og havbruk har BEWI avtaler med blant annet Mowi, Lerøy, Salmar og Cermaq. Dette er de fire største lakseprodusentene i verden (Berge, 2020).

Vi vurderer BEWIs opparbeidede kundeforhold til å være et konkurransefortrinn i bransjen.

- Fabrikker/lokasjoner

BEWI har fabrikker fordelt flere steder i Norge og Europa. For å møte etterspørselen fra oppdrettsnæringen har de valgt å plassere fabrikkene i nær tilknytning til slakteriene. De har fabrikker i Nord-Norge nært tilknyttet SalMars oppdrettsanlegg og planlegger å bygge en ny og moderne fabrikk på Hitra i Trøndelag. Den nye fabrikk vil ligge rett ved det nye slakteriet som MOWI skal bygge. På det samme området har også oppdrettsselskapet Lerøy en relativt ny fabrikk. I segmentet for isolasjon har de 17 fabrikker fordelt på 6 land. Hovedproduksjonen er i Sverige Danmark, Nederland og Belgia. For råvaresegmenter er produksjonen lagt til fabrikker i Finland og Portugal.

I tråd med selskapets visjon er det sannsynlig at de vil overta nye fabrikker og geografiske områder gjennom oppkjøp i tiden som kommer. Vi vil likevel ikke vurdere dette til å være en sjelden eller ikke-imiterbar ressurs. Vi vurderer BEWIs ressurser knyttet til fabrikker og lokasjon å ligge på et gjennomsnittlig nivå i bransjen.

- Bærekraftig utvikling

BEWIs visjon er: “protecting people and goods for a better everyday “. Selskapet har jobbet med bærekraft i lang tid og har som mål å bli den mest bærekraftige leverandøren av emballasje, komponenter og isolasjonsløsninger i Europa. De har utviklet enheten BEWI Circular som jobber mot økt innsamling og gjenvinning av EPS i bransjen. Gjennom BEWI Circular Denmark A/S blir EPS-kasser fra oppdrettsnæringen hentet og omgjort til råmateriale, deretter brukt som råmateriale i ny EPS-produksjon. På lang sikt er målet er å samle inn like mye materiale av råvarer som det leveres i markedet. Bærekraftfokus har resultert i isolasjonsprodukter som 100% resirkulerbart, eksempelvis BioFoam. Disse produktene tilbys i dag til kunder i byggenæringen. Vi opplever at BEWI ansees som en «first mover» i sin bransje, og at dette er en av nøklene til suksess fremover. Vi vurderer bærekraftig utvikling til å være et konkurransefortrinn.

- Oppsummering av VRIO-analysen

Ressurs	Verdi	Sjelden	Vanskelig å kopiere	Godt organsiert	Avkastning
Produktspekter	X			X	Midlertidig konkurransefortrinn
Kundeforhold	X	X		X	Konkurransefortrinn
Fabrikker/lokasjoner	X				Gjennomsnitt
Bærekraftig utvikling	X	X		X	Konkurransefortrinn

Tabell 6- Oppsummering av VRIO-analyse

Oppsummeringen av VRIO-analysen viser at vi har vurdert kundeforholdene og den bærekraftige utviklingen til BEWI som de to fremste ressursene. Vi har ikke identifisert noen av ressursene over som «vanskelig å kopiere» i seg selv, men vil påpeke at vi tidligere har vist til høye etableringsbarrierer på generelt grunnlag i bransjen.

4.3. Oppsummering ved bruk av SWOT

SWOT-analysen er en oversiktlig og brukervennlig metode som benyttes for å oppsummere både interne og eksterne faktorer i organisasjonen. Analysen er på så måte et bindeledd mellom internanalysen og eksternanalysen som er foretatt tidligere i oppgaven.



Figur 4- SWOT - Oppsummering av strategisk analyse

5. Regnskapsanalyse

I dette kapitlet av oppgaven skal vi ta en grundig gjennomgang av historiske regnskapstall og foreta en analyse av disse. Vi vil starte med å presentere årsregnskapet for de siste 5 årene, med tilhørende resultatregnskap og balanse. Deretter omgrupperer vi disse størrelsene for analyse og estimeringsformål, før vi presenterer kontantstrømmen fra driften. Kapitlet avsluttes med en analyse av nøkkeltall og øvrige viktige momenter i regnskapet.

Regnskapsanalysen i dette kapitlet vil sammen med den strategiske analysen i kapittel 4 legge grunnlaget for vårt fremtidsestimert som blir presentert i kapittel 7.

5.1. Avgrensninger i regnskapsanalysen

Vi har tatt utgangspunkt i regnskapstall fra 2016 til og med 2020. Ettersom BEWI har vært gjennom flere oppkjøp og vokst kraftig de siste årene har vi vurdert det som lite hensiktsmessig å se lengre tilbake i tid. Dette på tross av at selskapet har eksistert siden 1980. Vi har valgt å analysere konsernregnskapet, hvilket vi mener gir det riktige bilde av den regnskapsmessige utviklingen, i motsetning til kun morselskapet eller et eller flere av konsernselskapene.

Tallene som er presentert i den videre analysen er oppgitt i euro (millioner).

Ettersom selskapets rapporteringsvaluta tidligere har vært i SEK (svenske kroner) oppstår det en utfordring fordi omregningskursen for årene fra 2016 til 2018 ikke er oppgitt. I tråd med omregningsprinsippet som selskapet selv har lagt til grunn for justering av 2019-tall i årsrapporten for 2020, har vi valgt å benytte gjennomsnittlig årlig valutakurs for regnskapsposter, og valutakurs pr. 31.12 for balanseposter. Dette gir følgende omregningstabell:

SEK-EUR	2015	2016	2017	2018	2019
Årlig gjennomsnitt	9,35	9,47	9,64	10,26	10,59
Kurs pr. 31.12	9,19	9,55	9,84	10,25	10,43

Tabell 7- Omregningskurs SEK-EUR 2015-2020

Når det gjelder skattesats for videre bruk i oppgaven har vi valgt å benytte en nominell sats på 25 %. Begrunnelsen for dette går på at oppgitt skattekostnad i prosent, før særfradrag, gir en inntektsbeskatning på 24,6 % ifølge noteopplysninger for 2020. Tyskland og Nederland har skattesats på hhv 30% og 25%, og representerer markeder som BEWI i dag har en vesentlig andel av omsetningen sin, og samtidig ønsker å vokse i. Selv om den største delen av

omsetningen skjer i de nordiske landene som har skattesats i området 21-22 % mener vi at en skattesats på 25 % representerer en riktig sats basert på driften selskapet har i dag, oppgitt skattekostnad og de områdene de ønsker å vokse videre i.

I tråd med Penman (2013) har vi beregnet nøkkeltallene på bakgrunn av utgående balanse. Vi vil påpeke at dette også kan beregnes som et gjennomsnitt av inngående- og utgående balanse, og vil kunne ha en liten påvirkning på kalkulasjonene videre i oppgaven. For BEWI sin del vil dette kunne gi marginalt lavere rentabilitet i våre analyser ettersom kapitalen har økt årlig, og et gjennomsnitt følgelig vil vise lavere beregningsgrunnlag.

5.2. Presentasjon av historiske regnskapstall

Under følger resultatregnskap og balansetall for BEWI i perioden 2016 til 2020.

5.2.1. Resultatregnskap

Resultatregnskap BEWI	2016	2017	2018	2019	2020
Total driftsinntekt	169,7	195,6	382,2	430,8	462,6
Totale driftskostnader	-163,3	-192,0	-368,4	-410,5	-423,1
Driftsresultat	6,4	3,6	13,8	20,3	39,5
Finansinntekt	0,0	0,3	0,2	0,2	4,2
Finanskostnader	-1,3	-3,2	-7,5	-11,2	-11,4
Netto finans	-1,2	-2,9	-7,3	-11,0	-7,2
Resultat før skatt	5,1	0,7	6,5	9,3	32,3
Skatt	-0,6	3,4	-4,9	-3,7	-2,3
Resultat etter skatt	4,6	4,1	1,6	5,6	30,0
Andre inntekter/kostnader etter skatt	0,7	1,1	-2,7	-0,1	-4,0
Totalresultat etter skatt	5,3	5,2	-1,1	5,5	26,0

Tabell 8- Resultatregnskap 2016-2020

Tabellen over viser de rapporterte resultatregnskapene til BEWI fra 2016-2020. Selskapet har levert positive driftsresultat hvert år, og positivt totalresultat etter skatt i 4 av de 5 årene i analyseperioden.

5.2.2. Balanse

EIENDELER	31.12.16	31.12.17	31.12.18	31.12.19	31.12.20
Anleggsmidler					
Totale immatrielle eiendeler	29,0	28,4	150,5	145,3	163,2
Totale varige driftsmidler	34,4	46,0	119,6	148,3	170,3
Totale finansielle eiendeler	0,0	0,2	4,1	7,3	25,2
Utsatt skatt	0,1	3,8	5,1	4,6	5,3
Totale anleggsmidler	63,5	78,4	279,1	305,5	364,0
Omløpsmidler					
Totalt varelager	12,1	18,7	42,1	38,2	57,4
Totale kortsiktige fordringer	24,4	38,5	79,7	101,5	121,7
Totale omløpsmidler	36,5	57,2	121,7	139,7	179,1
Totale eiendeler	100,0	135,6	400,9	445,2	543,1

EGENKAPITAL	31.12.16	31.12.17	31.12.18	31.12.19	31.12.20
Egenkapital tilhørende aksjeeiere i morselskapet	34,6	38,6	148,9	150,8	194,7
Minoriteter	0,1	1,0	1,0	-0,6	0,4
Total egenkapital	34,7	39,6	149,9	150,2	195,1

GJELD	31.12.16	31.12.17	31.12.18	31.12.19	31.12.20
Total langsiktig gjeld	27,2	60,5	162,6	193,4	232,2
Total kortiktig gjeld	38,1	35,5	88,4	101,7	115,8
Total gjeld	65,3	96,0	88,4	295,1	348,0
Total egenkapital og gjeld	100,0	135,6	400,9	445,2	543,1

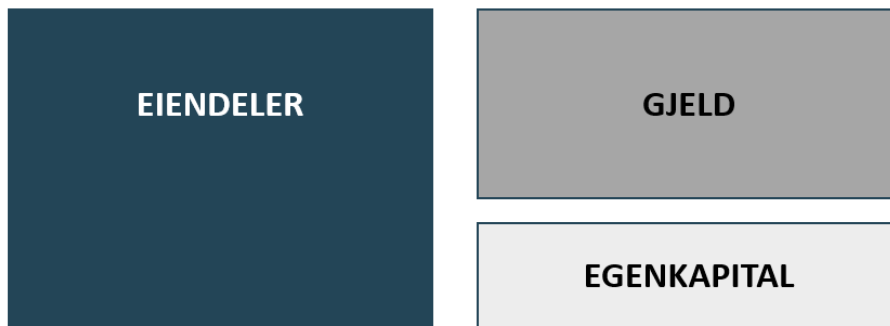
Tabell 9- Balanse 2016-2020

Balansen i tabellen over viser en kraftig vekst i 2018 forklart med fusjonen med Synbra. Egenkapitalandelen har vært stabil de siste tre årene, og den store økningen fra 2017 til 2018 skyldes en stor utstedelse av nye aksjer i forbindelse med den mulige børsnoteringen og oppkjøpet av Synbra. Balanseføringen av leasingforpliktelse i 2019 står for en del av økningen fra 2018 til 2019.

5.3. Omgruppering av balanse for analyseformål

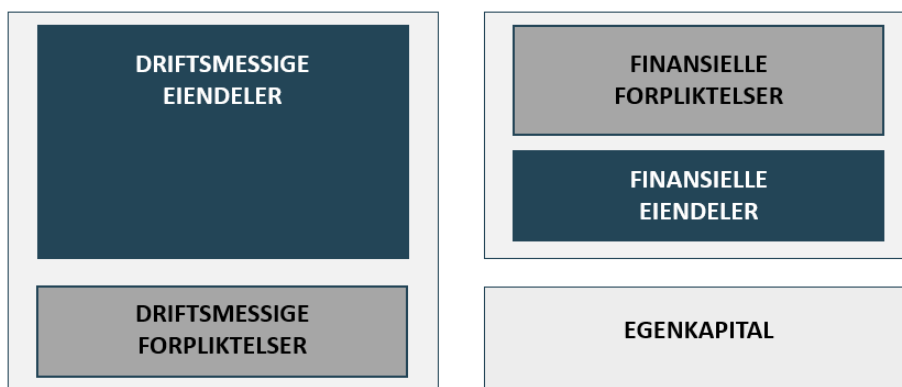
Balansen i regnskapet er oppgitt som en fordeling av selskapets eiendeler og gjeld listet etter forfall og likviditet. Dette er primært med kreditorenes interesse for øye. For å kunne identifisere hvilke deler av virksomheten som skaper verdier, og knytte dette til drivere av lønnsomhet og vekst, reorganiserer vi balansen.

Her er fremstillingen av den tradisjonelle balanseligningen.



Figur 5- Den tradisjonelle balanseligningen

Ved å omgruppere postene basert på tilknytning til drifts- eller finansielle forhold får vi kapitalstørrelsen netto driftsmessige eiendeler. Dette refereres ofte til driftsmessige eiendeler eller enterprise assets, mens den finansielle nettogjelden ofte omtales som netto gjeld.



Figur 6- Den omgrupperte balanseligningen - Netto driftsmessige eiendeler

Utfordringen kan være å vurdere hvilke poster skal som klassifiseres som driftsmessige og finansielle. Dette kan enten være erfaringsbasert/bransjebasert, eller nærmere beskrevet i notene til regnskapet. Generelt plasseres driftsmessige kostnader i driftsregnskapet og finansielle poster i finanskostnader-/inntekter. Gjeld klassifiseres som en hovedregel på bakgrunn av om den er rentebærende eller ikke (Penman, 2013). De fleste balansepostene hos BEWI er naturlig klassifisert som driftsmessige eller finansielle.

Etter IFRS 16 skal de fleste av leasing-postene i regnskapet balanseføres. For BEWI har vi definert eiendelene som driftsmessig, og gjelden som finansiell, da denne er rentebærende. En annen sentral post i balansen til BEWI er eiendelen goodwill. Pr. 31/12-20 er det balanseført 83,8 MEUR, og vi har valgt å ta med denne som en del av netto driftsmessige eiendeler. Vi beregner dermed rentabilitet av en størrelse som inkluderer goodwill. Dette er en omdiskutert

problemstilling, og det argumenteres blant annet med at goodwill burde ha et høyere avkastningskrav enn den øvrige kapitalen (Kaldestad & Møller, 2017). Vi har valgt å beholde goodwill i kapitalgrunnlaget, men vil poengtere til leser at det er mulig å tilnærme seg goodwill på andre måter.

Vi har ikke funnet informasjon som tilsier at hele eller deler av kontantbeholdningen i BEWI er knyttet til driften, og har derfor klassifisert hele denne som en finansiell eiendel (Penman, 2013). Vi har klassifisert både kortsiktede og langsiktige skattemessige forpliktelser og eiendeler som driftsmessige. Eierandelene i selskapene Isobouw (34%), Hirsch (34%) og Jablite (49%) klassifiseres også som driftsmessige. Ideelt burde man gått ned i regnskapet til de tilknyttede selskapene og skilt ut den bokførte verdien i både driftsmessige og finansielle poster, men på bakgrunn av praksis og tilgjengelig informasjon behandles hele verdien som driftsmessig (Penman, 2013).

Vi har omgruppert balansen til BEWI som følger:

Netto driftsmessige eiendeler:

	31.12 2016	31.12 2017	31.12 2018	31.12 2019	31.12 2020
Driftsmessige eiendeler					
Goodwill	18,6	18,7	70,3	71,2	83,8
Andre immatrielle eiendeler	10,4	9,7	80,2	74,1	79,4
Tomter og eiendom	13,0	15,3	38,7	63,1	70,0
Anlegg og maskiner	17,1	23,6	64,1	71,5	80,8
Utstyr, verktøy, inventar og tilbehør	3,5	3,8	6,7	10,5	10,2
Bygging pågår og forskuddsbetalte eiendom, anlegg og utstyr	0,7	3,4	10,1	3,2	9,3
Utsatt skatt	0,1	3,8	5,1	4,6	5,3
Råvarer og forbruksvarer	4,6	5,8	24,5	19,9	22,2
Varer under arbeid	0,3	1,2	1,8	1,0	1,6
Ferdige varer og varer for videresalg	7,2	11,7	15,7	17,3	33,6
Kundefordringer	19,9	22,2	51,4	41,5	58,3
Kortsiktige skattefordeler	0,1	0,4	0,3	0,3	2,9
Andre kortsiktige fordringer	0,1	3,1	3,1	2,0	6,3
Forskuddsbetalte utgifter og påløpe inntekter	2,0	1,6	1,8	1,4	2,8
Sum driftsmessige eiendeler	97,5	124,1	373,8	381,6	466,5
Driftsmessige forpliktelser					
Andre provisjoner	0,3	0,7	0,5	0,6	0,7
Utsatte skatteforpliktelser	1,0	1,0	27,2	22,9	20,9
Leverandørgjeld	15,7	23,5	46,7	45,0	54,9
Kortisiktige skatteforpliktelser	0,5	0,5	5,5	4,7	6,6
Annen kortisiktig gjeld	8,9	3,1	9,4	6,3	13,4
Påløpte kostnader og utsatt inntekt	5,6	7,3	25,0	21,7	26,5
Sum driftsmessige forpliktelser	31,9	36,2	114,2	101,2	123,0
Netto driftsmessige eiendeler	65,6	88,0	259,6	280,4	343,5

Tabell 10- Netto driftsmessige eiendeler 2016-2020

Netto finansielle forpliktelser og egenkapital:

	31.12 2016	31.12 2017	31.12 2018	31.12 2019	31.12 2020
Finansielle eiendeler					
Aksjer i tilknyttede selskaper	0,0	0,0	0,7	1,5	8,0
Netto pensjonsmidler	0,0	0,0	3,0	3,0	3,2
Langsiktige fordringer tilknyttede selskaper	0,0	0,0	0,0	2,5	4,1
Andre langsiktige fordringer	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0
Andre aksjer og andeler	0,0	0,1	0,3	0,2	9,9
Andre finansielle eiendeler	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konter og kontantekvivalenter	2,4	11,2	22,9	56,3	51,4
Sum finansielle eiendeler	2,4	11,4	27,0	63,6	76,6
Finansielle forpliktelser					
Pensjon og lignende ansatteforpliktelser	0,8	0,7	1,9	2,6	2,5
Langsiktige obligasjonslån	0,0	54,6	125,8	137,4	137,9
Annen langsiktig rentebærende gjeld	25,1	3,5	7,1	29,9	70,2
Kortsiktige obligasjonslån	0,0	0,0	0,0	14,7	0,0
Annen kortsiktig rentebærende gjeld	7,5	0,8	1,6	8,8	13,5
Anne finansiell gjeld	0,0	0,2	0,3	0,5	0,9
Sum finansielle forpliktelser	33,4	59,8	136,8	193,9	225,0
Netto finansielle forpliktelser	30,9	48,4	109,7	130,2	148,4
Egenkapital tilhørende morselskapet	34,6	38,6	148,9	150,8	194,7
Minoriteter	0,1	1,0	1,0	-0,6	0,4
Total egenkapital	34,7	39,6	149,9	150,2	195,1
Sum egenkapital og netto finansielle forpliktelser	65,6	88,0	259,6	280,4	343,5

Tabell 11- Netto finansielle forpliktelser og egenkapital 2016-2020

Basert på den omgrupperte balansen kan vi se hvordan driften ved utgangen av 2020 er finansiert. Av driftskapitalen på 343,5 MEUR er 195,1 MEUR, eller 56,7% finansiert gjennom egenkapital. Resterende 43,3% er finansiert med ulike former for gjeld.

5.4. Omgruppering av resultatregnskap for analyseformål

På lik linje med omgrupperingen av balansen, reorganiserer vi resultatregnskapet for å få frem hvordan driften i selskapet har tjent. Blant annet er skattekostnaden påvirket av finansielle poster og poster som ikke tilhører kjernevirksomheten, som gjør at skatt på ordinær drift ikke fremkommer. I den omgrupperte resultatrapporten har vi beregninger etter skatt på drift i kjernevirksomheten og fra andre poster. Omgrupperingen synliggjør også ekstraordinære nettoinntekter bokført direkte mot egenkapitalen (Penman, 2013).

Vi vil først vise hvordan skatt hos BEWI fordeles, før vi dernest beregner permanent resultat og driftsresultat.

5.4.1. Fordeling av skatt til driften

Vi har ikke identifisert poster knyttet til finanskostnader eller –inntekter som tilsier at noen av disse skal behandles med en annen skattesats enn de øvrige. Dette gir en skattebesparelse knyttet til netto finanskostnader, som vi fordeler til driftsresultatet. Vi har som nevnt over benyttet en skattesats på 25%.

Steg 1

Identifisering av spart skatt fra netto finans	2016	2017	2018	2019	2020
Netto finans	-1,25	-2,92	-7,33	-11,00	-7,20
Spart skatt pga. netto finans	0,31	0,73	1,83	2,75	1,80
Total skatt i resultatregnskapet	0,57	-3,40	4,90	3,70	2,30
Skatt tilhørende driftsresultatet	0,88	-2,68	6,74	6,45	4,10

Tabell 12- Identifisering av spart skatt fra netto finans

5.4.2. Identifisering av poster utenfor kjernevirksomhet

Vi har identifisert kapitalinntekt fra salg av eiendel som en driftsmessig post utenfor kjernevirksomheten. Da det ikke finnes noteinformasjon på denne posten forutsetter vi at det beregnes skatt med samme nominelle skattesats som øvrige poster i regnskapet. Skatten tilhørende disse postene reduserer følgelig skatten knyttet til driftsresultatet fra kjernevirksomheten.

Steg 2

Identifisering av poster utenfor kjernevirksomheten	2018	2020
Kapitalinntekt fra salg av eiendeler	5,03	6,30
Skatt (25%) på andre driftsmessige poster	1,26	1,58
Andre driftsmessige poster etter skatt	3,77	4,73
Justert skatt tilhørende driftsresultat	5,48	2,53

Tabell 13- Identifisering av poster utenfor kjernevirksomhet

5.4.3. Identifisering av andre driftsmessige poster uten skatteeffekt

Blant postene på driftssiden har vi identifisert resultat i tilknyttet selskap som ikke-skattepliktig inntekt, da dette kan ansees som kapitalinntekt og er fritatt beskatning etter fritaksmodellen (Skatteetaten, 2020). Poster som er ført direkte mot egenkapitalen (Other comprehensive income) er også lagt til i kategorien driftsmessige poster uten skatteeffekt. Penman (2013) hevder at såkalte dirty surplus poster skal inngå i regnskapet fordi de viser den reelle effekten regnskapet har på egenkapitalen. For BEWI sin del dreier disse postene seg om tap/gevinst på valuta, og vi anser dette som en naturlig del av virket. Dette inkluderes derfor i det permanente resultatet.

Steg 3

Identifisering av driftsmessige poster uten skatteeffekt	2016	2017	2018	2019	2020
Dirty surplus	0,75	1,06	-2,67	-0,10	-4,00
Andel av inntekt fra tilknyttede selskap	0,00	0,00	0,65	0,60	4,90
Andre driftsmessige poster uten skatteeffekt	0,75	1,06	-2,02	0,50	0,90

Tabell 14- Identifisering av driftsmessige poster uten skatteeffekt

Basert på informasjonen som fremkommer i regnskapet har vi ikke identifisert andre åpenbare perifere poster som ansees å ligge utenfor kjernevirksomheten. Det er viktig for å kunne sammenligne nøkkeltall på riktig grunnlag og vil ligge til grunn når vi beregner fremtidsestimater (Penman, 2013).

5.4.4. Omgruppert resultatregnskap

For BEWI har vi følgende omgrupperte resultatregnskap:

Omgruppert resultatregnskap BEWI	2016	2017	2018	2019	2020
Ordinære driftsinntekter fra kjernevirksomhet	169,70	195,62	382,23	430,80	462,60
Ordinære driftskostnader fra kjernevirksomhet	-163,31	-192,00	-374,13	-411,10	-434,30
Driftsres før skatt fra kjernevirksomhet	6,39	3,62	8,10	19,70	28,30
Skatt på kjernevirksomhet	0,88	-2,68	5,48	6,45	2,53
Driftsresultat etter skatt fra kjernevirksomhet	5,51	6,30	2,62	13,25	25,78
Kapitalinntekt fra salg av eiendeler			5,03		6,30
Skatt på andre driftsmessige poster			1,26		1,58
Sum andre driftsmessige poster etter skatt			3,77		4,73
Dirty surplus	0,75	1,06	-2,67	-0,10	-4,00
Andel av inntekt fra tilknyttet selskap	0,00	0,00	0,65	0,60	4,90
Sum andre driftsmessige poster uten skatteeffekt	0,75	1,06	-2,02	0,50	0,90
Samlet driftsresultat etter skatt	6,26	7,36	4,38	13,75	31,40
Netto finanskostnader	-1,25	-2,92	-7,33	-11,00	-7,20
Spart skatt ved NFK	0,31	0,73	1,83	2,75	1,80
Netto finanskostnader etter skatt	-0,93	-2,19	-5,50	-8,25	-5,40
Totalresultat	5,3	5,2	-1,1	5,5	26,0

Tabell 15- Omgruppert resultatregnskap 2016-2020

Når vi senere i oppgaven skal vurdere lønnsomhet og beregne estimater for vår prognoseperiode, vil vi ta utgangspunkt i det Penman (2013) betegner som det permanente resultat. Dette er det resultatet som er representativt for de kommende årene for selskapet. Vi anser kapitalinntekten fra salg av eiendeler, som en engangspost og holder derfor dette utenfor i både 2018 og 2020. Vi har beregnet både permanent driftsresultat og -totalresultat:

	2016	2017	2018	2019	2020
Permanent driftsresultat	6,3	7,4	0,6	13,8	26,7
Permanent totalresultat	5,3	5,2	-4,9	5,5	21,3

Tabell 16- Permanent resultat 2016-2020

5.5. Kontantstrøm fra driften

Ved å bruke en beregning av netto driftsresultat etter skatt, og avkastning på netto driftsmessige eiendeler er det driften vi ønsker å vurdere, og i forlengelsen av dette, kontantstrømmen som driften frembringer. Dette kalles som vi har diskutert tidligere, «unlevered cash flow from operations».

Kontantstrøm fra drift = driftsresultat etter skatt +/- endring i netto driftsmessige eiendeler

Kontantstrømmen er gitt ved netto driftsresultat etter skatt pluss/minus endringer i netto driftsmessige eiendeler. En reduksjon i netto driftsmessige eiendeler betyr en økning i kontantstrømmen, mens en økning i netto driftsmessige eiendeler betyr at positiv kontantstrøm reduseres. Med andre ord representerer endringen i netto driftsmessige eiendeler investeringene som gjøres av selskapet, både store og små, mens resultateffekten av nedskrivninger og normale driftsmessige avskrivninger ligger i driftsresultatet.

Vi får dermed kontantstrømmen som produseres netto fra driften. Negativ kontantstrøm fra driften må finansieres i finansieringsmarkedet med egenkapital og gjeld. Positiv kontantstrøm fra driften kan brukes til å nedbetale gjeld eller utbetale utbytte til aksjonærene. På denne måten er det pengestrømmen fra driften vi verdsetter, i tråd med den gjennomgående metoden vi har brukt (Penman, 2013).

Kontantstrøm fra drift	2016	2017	2018	2019	2020
Samlet driftsresultat etter skatt	6,26	7,36	4,38	13,75	31,40
Netto driftsmessige eiendeler (NDME)	65,6	88,0	259,6	280,4	343,5
Endring NDME	2,7	22,4	171,7	20,7	63,1
Kontantstrøm fra drift	3,6	-15,0	-167,3	-7,0	-31,7

Tabell 17- Kontantstrøm fra driften 2016-2020

De siste fem årene har representert en forholdsvis stor økning i NDME, hvilket har krevd økte investeringer og gitt en negativ kontantstrøm. Dette underskuddet må finansieres i gjelds- eller egenkapitalmarkedet. Andelen driftsmessige eiendeler som kreves for å opprettholde omsetningen har økt, og det vil være naturlig å forutsette at omløpshastigheten på NDME vil fortsette å falle noe, i tråd med at veksten fortsetter.

5.6. Risikoanalyse

Vi vil på bakgrunn av den omgrupperte balansen analysere kredittrisikoen til BEWI. I analysen har vi valgt å benytte de mest kjente nøkkeltallene for måling av risiko. Formålet er å sammenligne BEWIs risikoprofil med bransjens risikoprofil. Analysen ser hvordan BEWIs utvikling har vært i forhold til andre aktører i samme bransje. Vi vil i begrenset grad sammenligne BEWI direkte mot disse selskapene, men mener det vil gi verdifull innsikt i hvordan BEWI vil bli oppfattet i markedet.

5.6.1. Analyse av kortsiktig risiko

Med analyse av kortsiktig risiko ser vi på selskapets evne til å møte driftsmessige og finansielle forpliktelser på kort sikt. Vi har tatt utgangspunkt i de mest brukte nøkkeltallene som ratingbyrå og kreditorer benytter i sine analyser. Vi bemerker oss at likviditetsanalysen tar utgangspunkt i balansen og vurderer situasjonen på et gitt tidspunkt. Den vil ikke fange opp om bedriften benytter bevilget kassakreditt eller får bedre likviditet som følge av større innbetalinger fra kunder i fremtiden. Detaljer og endringer kan analyseres nærmere i en kontantstrømoppstilling (Kristoffersen, 2019).

- Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 måler selskapets evne til å betjene den kortsiktige gjelden med det som klassifiseres som omløpsmidler i regnskapet. Nøkkeltallet blir også kalt “current ratio” eller “bankers ratio”, og er et mål på evnen til å dekke kortsiktige forpliktelser (Langli, 2016).

Likviditetsgrad 1 = Omløpsmidler/Kortsiktig gjeld

Likviditetsgrad 1	2016	2017	2018	2019	2020	Gj.snitt
Omløpsmidler	36,5	57,2	121,7	139,7	179,1	
Kortsiktig gjeld	38,1	35,5	88,4	101,7	115,8	
Likviditetsgrad 1	0,96	1,61	1,38	1,37	1,55	1,4

Tabell 18- Likviditetsgrad 1

- Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 viser selskapets evne til å betale sin kortsiktige gjeld med de mest likvide omløpsmidlene. Mindre likvide driftsrelaterte omløpsmidler blir ekskludert. Dette nøkkeltallet er et mer konservativt mål på evnen til å dekke kortsiktige forpliktelser. De mest likvide midlene som benyttes er typisk bankinnskudd, likvide finansielle eiendeler og kundefordringer (Kaldestad & Møller, 2017)

Likviditetsgrad 2 = Mest likvide omløpsmidler/Kortsiktig gjeld

Likviditetsgrad 2	2016	2017	2018	2019	2020	Gj.snitt
Finansielle omløpsmidler	2,4	11,2	23,0	56,3	51,4	
Kortsiktig gjeld	38,1	35,5	88,4	101,7	115,8	
Likviditetsgrad 2	0,06	0,32	0,26	0,55	0,44	0,33

Tabell 19- Likviditetsgrad 2

Vi ser av beregnet likviditetsgrad at denne har vært lav i forhold til generelle tommelfingerregler. Med bakgrunn i at forholdstallene ikke tar høyde for ulik bransjestruktur og de ble utviklet i en tid da overføring av penger tok mye lenger tid, velger vi å ikke benytte tommelfingerregler om at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2,0 og likviditetsgrad 2 bør være større enn 1,0. Dersom likviditetsgrad 1 og 2 ligger nær bransjegjennomsnittet er det ingen spesiell grunn til å undersøke likviditetssituasjonen nærmere (Langli, 2016).

- Rentedeckningsgrad

Nøkkeltallet forteller i hvilken grad bedriften er i stand til å betale sine rentekostnader og om bedriften kan møte nye gjeldsopptak i fremtiden. Rentedeckningsgraden bør være større enn 1 for å kunne påta seg økte renteforpliktelser i fremtiden.

Rentedeckningsgrad = (ordinært resultat før skatt + finanskostnader) / finanskostnader

Rentedeckningsgrad	2016	2017	2018	2019	2020	Gj.snitt
Ordinært resultat før skatt	5,1	0,7	6,5	9,3	32,3	
Finanskostnader	1,3	3,2	7,5	11,2	11,4	
Ordinært resultat før skatt + finanskostnader	6,4	3,9	13,9	20,5	43,7	
Rentedeckningsgrad	5,09	1,22	1,86	1,83	3,83	2,77

Tabell 20- Rentedeckningsgrad

Nøkkeltallet gikk betydelig ned i 2017 da BEWI startet å vokse. Etter dette er det foretatt store investeringer som har økt finanskostnadene, selv om resultatet ikke har sett samme forholdsmessige vekst. Vi ser en solid økning fra 2019 til 2020.

5.6.2. Analyse av langsiktig risiko

For å belyse BEWIs langsiktige risiko gjennomfører vi en soliditetsanalyse. Formålet med soliditetsanalysen er å analysere om selskapet har ressurser til å møte uforutsette hendelser og tåle tap over tid. Soliditet måles i form av egenkapitalandel.

$$\text{Egenkapitalandel} = \text{Bokført verdi av egenkapitalen til majoriteten} / \text{Totalkapital}$$

Egenkapitalandel	2016	2017	2018	2019	2020	Gj.snitt
Egenkapital bokført	34,6	38,6	148,9	150,8	194,7	
Totalkapital bokført	100,0	135,6	400,9	445,2	543,1	
Egenkapitalandel (%)	34,6 %	28,4 %	37,1 %	33,9 %	35,8 %	34,0 %

Tabell 21- Egenkapitalandel

Andelen til den bokførte egenkapitalen har ligget stabilt rundt 34 % de siste årene. Dette betyr at økte investeringer har vært finansiert med en lik andel egenkapital og gjeld. Hva en gunstig andel bokført egenkapital vil være er vanskelig å fastslå, men som et holdepunkt kan man si at det er enklere å bygge opp reserver til å tåle ett tap i fremtiden, enn å måtte finne en måte å finansiere det på i etterkant. «Det er ikke lett å kjøpe forsikring etter at det har begynt å brenne» (Kaldestad & Møller, 2017, s. 408). En høyere andel egenkapital indikerer også lavere finansieringskostnader og en lavere risiko knyttet til økte rente- og betalingsbetingelser, eller ulike covenants-krav.

5.6.3. Sammenligning av risiko mot bransjeutvalg

Likviditetsgrad 1	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Bransjeutvalg	1,60	1,50	1,44	1,56	1,52
BEWI	1,61	1,38	1,37	1,55	1,48

Likviditetsgrad 2	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Bransjeutvalg	0,28	0,26	0,24	0,41	0,30
BEWI	0,32	0,26	0,55	0,44	0,39

Rentedeckningsgrad	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Bransjeutvalg	34,89	30,31	17,58	14,06	24,21
Justert for ekstremverdier	12,92	11,96	10,52	9,19	11,15
BEWI	1,22	1,86	1,83	3,83	2,19

Egenkapitalandel	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Bransjeutvalg	0,49	0,45	0,49	0,48	0,47
BEWI	0,28	0,37	0,34	0,36	0,34

Tabell 22- Sammenligning av risiko mot bransjeutvalg 2017-2020

BEWIs likviditetsgrad 1 ligger litt under gjennomsnittet i bransjen, mens likviditetsgrad 2 ligger noe over. Likviditetsgradene varierer fra 2016, men vurderes til å ligge på et tilfredsstillende nivå ved utgangen av 2020. BEWIs renterekningsgrad er betydelig lavere enn snittet for bransjeutvalget, noe som kan indikere at de er mer sårbare for makro-endringer enn sine konkurrenter. Mye rentebærende gjeld kan gi grunnlag til å vurdere dette nøkkeltallet ytterligere. Egenkapitalandelen ligger under konkurrentene i bransjen, men vurderes til å være på et tilfredsstillende nivå. Selv om BEWI ligger noe under bransjesnittet, vil vi karakteriserer risikoen til BEWI til å være lav.

Som vi også har påpekt tidligere inneholder dette bransjeutvalget en rekke selskaper hvor noen av dem er fundamentalt forskjellige, og graden av sammenlignbarhet kan derfor være noe usikker.

5.7. Lønnsomhetsanalyse

En lønnsomhetsanalyse er viktig for å kartlegge selskapets nåværende situasjon og se hva som driver lønnsomheten i selskapet. Vi vil se på egenkapitalrentabilitet, rentabilitet på netto driftsmessige eiendeler og driftsmarginene til BEWI.

5.7.1. Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten beskriver hvordan avkastningen på egenkapitalen har vært. Vi benytter følgende formel:

$$ROE / \text{Egenkapitalrentabilitet} = \text{Totalresultat} / \text{Egenkapital til majoriteten}$$

Egenkapitalrentabilitet	2016	2017	2018	2019	2020	Gj.snitt
Permanent totalresultat	5,3	5,2	-4,9	5,5	21,3	
Egenkapital	34,6	38,6	148,9	150,8	194,7	
Egenkapitalrentabilitet	15,4 %	13,4 %	-3,3 %	3,6 %	10,9 %	8,0 %

Tabell 23- Egenkapitalrentabilitet

BEWI har i perioden 2016-2017, og i 2020 hatt en avkastning på mellom 10,9 og 15,4 %. Dette viser en god utnyttelse av egenkapitalen. Årene 2018 og 2019 har vært preget av lav lønnsomhet som gir utslag i egenkapitalrentabiliteten for disse årene, og trekker ned gjennomsnittet for de siste 5 årene.

5.7.2. Rentabilitet på netto driftsmessige eiendeler

Rentabiliteten på netto driftsmessige eiendeler måler hvordan den driftsmessige kapitalen har gitt avkastning i form av driftsresultatet etter skatt. Her benytter vi våre omgrupperte tall og har rentabiliteten gitt ved følgende formel:

$$RNOA / \text{Rentabilitet NDME} = \text{Driftsresultat etter skatt} / \text{NDME}$$

Rentabilitet NDME	2016	2017	2018	2019	2020	Gj.snitt
Permanent driftsresultat etter skatt	6,3	7,4	0,6	13,8	26,7	
Netto driftsmessige eiendeler	65,6	88,0	259,6	280,4	343,5	
Rentabilitet NDME	9,5 %	8,4 %	0,2 %	4,9 %	7,8 %	6,2 %

Tabell 24- Rentabilitet på netto driftsmessige eiendeler

På samme måte som vi har sett gjennomgående for BEWI i denne analysen er rentabiliteten forholdsvis svak for årene 2018 og 2019, og mer mot et representativt gjennomsnitt for de øvrige årene i måleperioden. For årene 2016, 2017 og 2020 ligger rentabiliteten rundt 8-9 %.

5.7.3. Marginer

Vi har beregnet tre ulike marginer på bakgrunn av regnskapet til BEWI. Resultatmargin viser marginen på totalresultatet, mens en justert EBITDA-margin viser driftsmarginen fratrukket avskrivninger, nedskrivninger og perifere poster. En justert EBITDA-margin er også beregnet for bransjeutvalget, da dette ofte oppgis av selskapene selv.

Driftsmargin viser marginen på det permanente driftsresultatet etter skatt og er basert på det omgrupperte resultatregnskapet.

Resultatmargin	2016	2017	2018	2019	2020	Gj.snitt
Totalresultat	5,3	5,2	-1,1	5,5	26,0	
Resultatmargin	3,14 %	2,64 %	-0,29 %	1,28 %	5,62 %	2,48 %

Justert EBITDA-margin	2016	2017	2018	2019	2020	Gj.snitt
Driftsinntekter	169,7	195,6	382,2	430,8	462,6	
Driftskostnader fra kjerne + Avskrivninger	158,3	186,6	359,4	383,5	403,9	
Justert EBITDA	11,4	9,0	22,9	47,3	58,7	
Justert EBITDA-margin	6,70 %	4,59 %	5,98 %	10,98 %	12,69 %	8,19 %

Driftsmargin	2016	2017	2018	2019	2020	Gj.snitt
Permanent driftsresultat etter skatt	6,3	7,4	0,6	13,8	26,7	
Driftsmargin	3,69 %	3,76 %	0,16 %	3,19 %	5,77 %	3,31 %

Tabell 25- Resultat-, EBITDA- og Driftsmargin

Vi ser at de tre marginene vi har beregnet for BEWI er relativt lave. Dette er i tråd med funnene i den strategiske analysen som påpeker at dette er en lavmargin-bransje. Marginene for 2020 har steget sammenlignet med alle øvrige år i analyseperioden, og kan indikere at lønnsomheten stabiliseres etter vekstperioden.

5.7.4. Sammenligning av lønnsomhet mot bransjeutvalg

Rentabilitet egenkapital	2017	2018	2019	2020	Gj.snitt
Bransjeutvalg	23,35 %	21,56 %	14,63 %	12,11 %	17,92 %
BEWI	13,40 %	-3,29 %	3,65 %	10,93 %	6,17 %

Resultatmargin	2017	2018	2019	2020	Gj.snitt
Bransjeutvalg	8,17 %	7,72 %	8,34 %	6,75 %	7,74 %
BEWI	2,64 %	-0,29 %	1,28 %	5,62 %	2,31 %

Justert EBITDA-margin	2017	2018	2019	2020	Gj.snitt
Bransjeutvalg	14,81 %	14,57 %	15,42 %	15,59 %	15,10 %
BEWI	4,59 %	5,98 %	10,98 %	12,69 %	8,56 %

Tabell 26- Sammenligning av lønnsomhet mot bransjeutvalg 2017-2020

Vi ser i sammenligningen mot bransjeutvalget at BEWI ligger noe under gjennomsnittet på alle de utvalgte nøkkeltallene. Vi ser likevel at det er spesielt årene 2018 og 2019 som trekker ned gjennomsnittet, og at BEWI ligger nærmere bransjen de to øvrige årene. Som vi har påpekt i risikoanalysen er vi forsiktige med å tillegge bransjens nøkkeltall for mye tyngde da dette ikke er fullverdige konkurrenter til BEWI, og mange av dem har helt andre segmenter som påvirker den totale lønnsomheten. Covid-pandemien i 2020 kan ha påvirket utvalget på forskjellige måter som ikke er mulig å fange opp i en slik sammenligning.

5.8. Oppsummering av regnskapsanalysen

Vi har i dette kapittelet gjennomgått regnskapet til BEWI de siste fem årene, omgruppert resultat og balanse og sett på ulike nøkkeltall som definerer risiko og lønnsomhet. Det gjennomgående funnet er at årene 2018 og 2019 har vært preget av store økninger i omsetningen, investeringer og forholdsvis lave marginer og lønnsomhet. Dette henger naturlig sammen med oppkjøpet av Synbra i 2018, hvilket markerer den enkeltvis største investeringen i selskapets historie. Disse årene gjør at gjennomsnittet for perioden vi har sammenlignet med bransjeutvalget er relativt mye lavere enn for bransjen, og er på så måte lite representativt for hva vi tror om BEWI fremover.

Risikoanalysen viser at likviditeten kan ansees som forsvarlig, både med hensyn til likviditetsgrad 1 og 2. Rentedekningsgraden er lav, men basert på likviditetsgradene og egenkapitalandelen vurderer vi likevel den finansielle risikoen til BEWI til å være lav.

6. Avkastningskrav

Avkastningskravet representerer prisen på bruk av kapital og reflekterer forventet avkastning på tilsvarende risikable investeringer. Avkastningskravet brukes som diskonteringsrente i nåverdiberegningene senere i oppgaven (Dahl et al., 1997). Avkastningskravet er dermed en sentral del i en verdsettelsesoppgave og er en parameter som har stor betydningen for verdien på selskapet. Det vil derfor bli gjennomgått nøye i det følgende. Vi har som avkastningskrav tatt utgangspunkt i gjennomsnittlig kapitalkostnad for totalkapitalen (WACC) til BEWI. Først vil vi gjennomgå kapitalverdimodellen (CAPM) for avkastningskravet til egenkapitalen, da dette er et sentralt moment i WACC-beregningen.

Ettersom avkastningskravet skal reflektere forventet avkastning på tilsvarende investeringer, er det verdt å bemerke hvem vi verdsetter for i denne oppgaven. Det vil trolig være stor forskjell i avkastningskrav for et pensjonsfond og et hedgefond. Vi forutsetter i det følgende at vår verdsettelse med tilhørende avkastningskrav er gjort for en gjennomsnittlig investor.

6.1. Kapitalverdimodellen (CAPM)

Kapitalverdimodellen (CAPM) er den mest kjente modellen for beregning av avkastningskravet til egenkapitalen ved investeringer. Modellen viser et krav til investeringen basert på en risikofri rente pluss investeringens korrelasjon til meravkastningen ved å investere i markedet (Koller et al., 2014).

$$\text{CAPM} = E(R_i) = R_f + \beta \times (E(R_m) - R_f)$$

Formel 3- Kapitalverdimodellen CAPM

Hvor

$E(R_i)$ = forventet avkastning på investering i

R_f = Risikofri rente

β = Beta: en aksjes sensitivitet til markedet

R_m = forventet markedsavkastning

6.1.1. Risikofri rente

For å finne risikofri rente bruker vi statsobligasjoner med en gitt løpetid. Koller (2014) argumenterer for at 10-årig statsobligasjonsrente er mest brukt, men at løpetiden bør samsvare med fremtidig beregning av kontantstrøm. En investor vil kreve høyere avkastning for lengre løpetid, ettersom en obligasjon med kort løpetid kan reinvesteres forholdsvis raskt dersom renten øker på kort sikt. Dersom man bruker en kort løpetid i avkastningskravet hensyntas ikke dette momentet, som taler for en lengre løpetid og høyere risikofri rente.

Gjennomsnittet i 2021 for norske 10-årige statsobligasjoner er 1,25, mens gjennomsnittet for 5-årige statsobligasjoner ligger på 0,85 (Norges Bank, 2021).

Den risikofrie renten i avkastningskravet har vi valgt å sette til 1,0 %.

6.1.2. Markedets risikopremie

Ved å plassere kapital i markedet pådrar enhver investor seg risiko som man vil ha kompensert i form av avkastning. Markedets risikopremie for BEWI beskriver den økte avkastningen man krever ved å investere i aksjer på Oslo Børs, og er meravkastningen man får kontra å plassere kapital i risikofrie investeringer.

$$\text{Markedets risikopremie} = R_m - R_f$$

Formel 4- Markedets risikopremie

Hvor

R_m = Forventet avkastning i markedet

R_f = Risikofri rente

Dersom man benytter historisk avkastning på Oslo Børs som en forventning for fremtidig premie, vil den bestemte perioden man måler ha en stor effekt på hvilket krav man kommer frem til. Store børsnedganger på 70-, 90- og 2000-tallet vil gi svingninger i avkastningen basert på når man setter parameterne, og dette er en av svakhetene til en slik tilnærming (Dahl et al., 1997). Hvor god historisk avkastning er til å måle fremtidig avkastning er en egen problemstilling.

I sum svinger markedets risikopremie over tid, og en risikopremie i intervallet 4-5 % vil kunne fange opp både optimisme og pessimisme i forventet avkastning, hevder Kaldestad og Møller (2017). PWC undersøkte risikopremien i det norske markedet og fant at medianen fra alle respondentene lå på 5%, med et vektet gjennomsnitt på 4,8 % (PWC, 2020). Dette ansees

med andre ord som en konsensus fra analytikere i det norske markedet, hvilket taler for at dette kan vektlegges.

På bakgrunn av argumentene over velger vi å benytte en markedspremie i avkastningskravet på 5,0 %.

6.1.3. Beta

Beta er en indikator på investeringens markedsrisiko relativt til markedsporteføljens risiko. Investeringens totale risiko justeres med korrelasjonen til risikoen i markedet generelt (Dahl et al., 1997). En beta lik 1.0 vil eksempelvis ha identisk korrelasjon med kursutviklingen til markedsporteføljen. Som vår markedsreferanse har vi tatt utgangspunkt i markedsindeksen OSEBX, som representerer gjennomsnittet på Oslo Børs.

$$\beta = \frac{\text{Korr}(r, r_m) * \text{Std}(r)}{\text{Std}(r_m)}$$

Formel 5- Beta

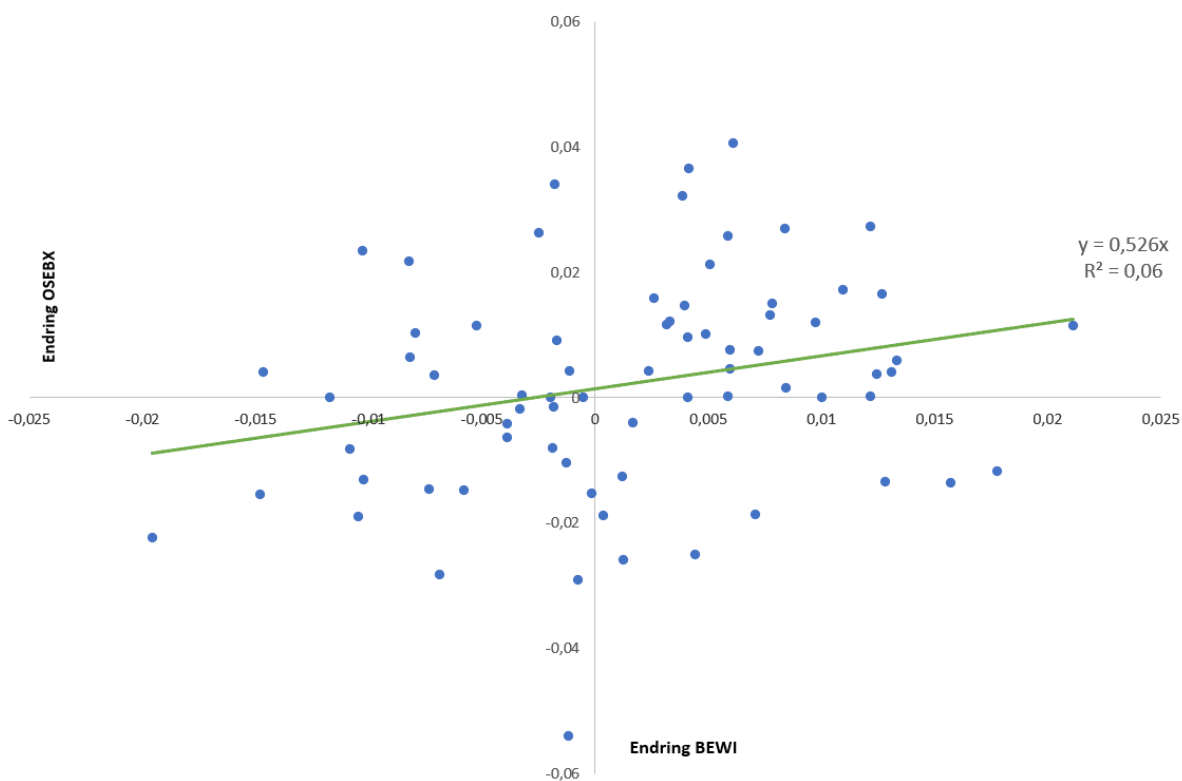
Hvor

R = avkastningen til investeringen (BEWI)

R_m = avkastningen til markedsporteføljen (OSEBX)

Da børs historikken til BEWI kun strekker seg tilbake til 28/8-20, er det begrenset med historikk å sammenligne med indeksen på Oslo Børs. Basert på tilgjengelige daglige sluttkurs for perioden fra 28/8-20 til og med 16/4-21, får vi en betaverdi på 0,42. I 2020 var BEWI primært listet på Euronext Growth, mens i hele 2021 har selskapet vært listet på Oslo Børs. Det faktum at aksjen har vært handlet på Euronext Growth er en utfordring da markedskursen for dette handelsstedet ikke inngår i OSEBX-indeksen.

Dersom vi i stedet tar utgangspunkt i målinger på handelsdager i 2021 (til og med uke 15), får vi en betaverdi på 0,53. Merk at R²-verdien er 0,06, hvilket indikerer at korrelasjonen i analysen er forholdsvis svak.



Figur 7- Regresjonsanalyse av BEWI/OSEBX

Det er normalt å benytte en Bloomberg-Beta, også kalt en justert beta, hvor en trekker verdien inn mot 1,0. Man benytter da følgende formel:

$$\text{Justert BETA (Bloomberg beta)} = \frac{1}{3} \times 1 + \frac{2}{3} \times \beta$$

Formel 6- Justert beta

Begrunnelsen for bruk av justert beta er at forskjellen i avkastningskrav for lav- og høybetaselskaper egentlig er lavere enn hva kapitalverdimodellen skulle tilsi (Kaldestad og Møller, 2017).

Justert beregnet beta for BEWI blir:

$$(1 \times \frac{1}{3}) + (0,53 \times \frac{2}{3}) = 0,68$$

Koller et al. (2014) anbefaler å bruke en måleperiode på 5 år, med ukentlige målinger. At vårt datasett kun inneholder 92 datapunkter med kursmålinger over en periode på omtrent 3,5 måneder sammen med en lav R² verdi, utgjør derfor et vesentlig usikkerhetsmoment for beta-verdien til BEWI.

En annen utfordring er å bruke markedsbeta i de tilfellene aksjen som handles har relativ lav omsetning. Liten børsomsetning gir en tregere kurs hvor endringer skjer forsinket og betyr at den estimerte betaverdien sannsynligvis undervurderer virkelig verdi (Dahl et al., 1997). Fordi BEWI handles på Oslo Børs kan det ikke sies at det ikke er en likvid aksje, men den er betydelig mindre omsatt enn de største på børsen.

For å kompensere for usikkerhetsmomentene i beregningen over kan vi sammenligne betaverdien med bransjeutvalget. Merk at vi ikke har tatt høyde for påvirkningen av gjeld i sammenligningene.

Navn	Beta (5Y, M)
Amcor PLC	0,45
BASF	1,44
DS Smith PLC	1,07
HEXPOL AB Class B	1,12
Huhtamaki Oyj	0,73
Kingspan Group PLC	0,46
Lindab International AB	1,32
Mondi PLC	0,74
Rockwool International A/S Class B	0,62
Gjennomsnittlig beta for utvalget	0,88
Standardavvik for utvalget	0,35

Tabell 27- Betaverdi for bransjeutvalg

Vi ser at gjennomsnittlig beta for de 8 selskapene er 0,88, og standardavviket er 0,35. Vi vil bemerke at disse dataene er hentet fra databasen Yahoo Finance, og at selskapene handles på ulike børser (ingen på OSEBX) - dette gjør at det også her er begrenset med vekt vi kan tillegge denne beregningen.

Det er med andre ord flere elementer som taler for at det er heftet stor usikkerhet til BEWIs beta. En rent intuitiv vurdering vil tilsi at etterspørselen etter produktene som BEWI produserer vil være forholdsvis nært knyttet til den generelle etterspørselen i markedet. Kaldestad og Møller (2017) hevder at man like gjerne kunne fordelt etter følgende forretningsbeta.

Risiko	Forretningsbeta
Svært lav	0,25
Lav	0,50
Normal	0,75
Høy	1,00
Svært høy	1,25

Tabell 28- Forretningsbeta basert på risiko

På denne måten kan en argumentere for at BEWI har en “normal” forretningsbeta, og med en gjeldsandel på 47 % vil det trekke opp egenkapitalbetaen noe. Med bakgrunn i denne normalfordelingen og de øvrige punktene vi har diskutert, har vi vurdert betaverdien til å være 0,8.

Dette representerer en beta-verdi som er forholdsvis nært knyttet til markedsindeksen, i tråd med øvrige konkurrenter og som ved en kvalitativ vurdering virker troverdig.

6.1.4. Tilleggspremie til avkastningskravet

Det bør i alle avkastningskrav vurderes om det skal legges til en ekstra premie. Typiske eksempler kan være en likviditetspremie, eller småbedriftspremie, i de tilfeller aksjen er lite omsatt, eller ikke handles på en åpen markedsplass. Investorene krever en høyere avkastning for den økte risikoen det medfører at man kan bli “låst inne” i aksjen.

Man kan argumentere for at det er uvanlig at aksjer som omsettes på Oslo børs skal ha en likviditetspremie, men det finnes noen motargumenter i vurderingen rundt BEWI.

Av totalt 148M (millioner) aksjer pr. 31.12.20 er omtrent 132M av disse eid av enten majoritetsseier Frøya Invest (55,5%), eller av andre større langsiktige investorer. Det er dessuten 3M aksjer uestedt til et såkalt aksjeprogram for ansatte, med en bindingstid på flere år (BEWI, 2020). Reelt vil det da kun være maksimalt 8-9 % av aksjekapitalen som er likvid for en gjennomsnittlig investor. Dette taler for at aksjen er lite likvid teoretisk sett.

En sammenligning av alle selskaper på Oslo Børs, både på hovedbørsen, Euronext Growth og Euronext Expand, viser totalt 321 norske selskaper. For perioden fra 01.01.2021 til og med 01.05.2021, er ikke BEWI på listen over de 200 mest omsatte selskapene som rapporteres. For perioden april 2021 er BEWI det 186. mest omsatte selskapet.

PWC-undersøkelsen blant analytikere som vi har referert til tidligere, argumenterer for at det kan tillegges en premie basert på markedsverdien til egenkapitalen. For selskaper med

markedsverdi mellom 2-5 milliarder NOK opereres det med et tillegg på mellom 0-2 %, med et gjennomsnitt på 1,5 % (PWC, 2020)

På bakgrunn av eierstrukturen, omsetningsvolum på aksjen historisk sett og basert på en omtrentlig markedsverdi på egenkapitalen på 3,5 MRD NOK ved årsskiftet, har vi valgt å legge til et påslag på avkastningskravet på 2 %.

6.1.5. Beregning av avkastningskrav for egenkapitalen til BEWI

Vi har ved bruk av kapitalverdimodellen beregnet avkastningskravet til egenkapitalen til BEWI til følgende:

$$\text{Avkastningskrav egenkapital} = 1 \% + (0,8 \times 5 \%) + 2 \% = 7 \%$$

6.2. Gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC)

Avkastningskravet til totalkapitalen, også kjent som WACC (Weighted average cost of capital), er selskapets gjennomsnittlige kapitalkostnad. Det finnes ulike måter å finansiere virksomheten, primært via egenkapital og ulike typer lån, og disse kildene har ulik risiko og dermed ulik forventet avkastning (Kaldestad og Møller, 2017). Årsaken til at avkastningskravet til BEWI beregnes for totalkapitalen er at kontantstrømmen, som er en av faktorene som vi bruker til å estimere verdi, skal betjene alle de ulike finansieringskildene.

Avkastningskravet til totalkapitalen er definert ved følgende:

$$\text{WACC} = R_{EK} \times \frac{EK}{EK + G} + R_G (1 - t) \times \frac{G}{EK + G}$$

Formel 7- Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad

Hvor

EK = Markedsverdien av egenkapital

G = Markedsverdien av gjeld

R_{EK} = Selskapets egenkapitalkostnad / avkastningskrav

R_G = Selskapets gjeldskostnad

t = Nominell skattesats

6.2.1. Avkastningskrav til gjelden

BEWI har i dag to store obligasjoner med gjenværende saldo på 75 MEUR og 65 MEUR som utløper hhv. 2022 og 2023. Bokført rentekostnad på disse obligasjonene gir gjennomsnittlig rente på 4,5 % for 2020.

Som kostnad på leasing-forpliktelsene iht. IFRS 16, har BEWI benyttet en kombinasjon av kostnaden på sine forpliktelser og en referansekostnad på lignende forpliktelser, ved beregning av nåverdien i balansen. I sum utgjør dette en kostnad på mellom 4,0 – 6,3 % for kortsiktige forpliktelser. Basert på informasjon fra selskapet, koblingen mellom de ulike gjeldstypene og vår estimeringsperiode anser vi det som rimelig å benytte obligasjonskostnaden som avkastningskrav for den totale gjelden til BEWI.

Vi har på bakgrunn av dette satt gjeldskostnaden til 4,5 %.

6.2.2. Andel egenkapital og gjeld

BEWI har i notene til regnskapet beskrevet kapitalstrukturen til selskapet og fordelingen av gjeld, egenkapital og totalkapital. Gjelden inkluderer all rentebærende gjeld i form av obligasjonslånene, gjeld til kredittinstitusjoner og andre aktører minus kontantbeholdningen. Vi velger å benytte selskapets egen beregning av markedsverdi på gjelden og kommer derfor frem til en gjeldsandel på 47 %.

Egenkapitalandelen er følgelig 53 % (BEWI, 2020).

Vi har ikke tatt høyde for løpende endring av forholdet mellom egenkapital og gjeld i våre estimat, eller i diskonteringsfaktoren frem i tid.

6.2.3. Beregning av avkastningskrav for totalkapitalen til BEWI

Vi har ved bruk av gjennomsnittlig kapitalkostnad beregnet avkastningskravet for totalkapital til BEWI til følgende:

$$\text{WACC} = (53 \% \times 7 \%) + (47\% \times 4,5 \% \times (1,0 - 0,25)) = 3,7 + 1,6 = 5,3 \%$$

7. Fremtidsestimat

I dette kapittelet vil vi estimere et fremtidsregnskap for BEWI i perioden 2021-2025. På bakgrunn av den strategiske analysen og regnskapsanalysen vil vi gjøre begrunnede estimater på en rekke nøkkeltall og utvikling i konkrete regnskapsposter. Disse fremtidsestimatene vil ligge til grunn for verdsettelsesdelen som følger i kapittel 8.

7.1. Nøkkelpunkter fra strategi- og regnskapsanalyse

Vi har gjennom vår strategiske analyse (kapittel 4) og regnskapsanalyse (kapittel 5), avdekket en rekke faktorer knyttet til markedsforhold, vekstmuligheter, trusler og historisk prestasjon. BEWI er godt posisjonert i bransjen og vi forutsetter at de vil fortsette å være en sentral aktør innen segmentet for EPS også i fremtiden. Deres langsiktige perspektiv på innovasjon av sirkulære løsninger kan være en nøkkelfaktor for å skape videre vekst de neste årene. Selskapet er i dag strategisk plassert i nærhet til sine sluttkunder, og har store markedsandel i bestemte geografiske områder. Nye reguleringer fra myndighetene, press fra substitutter og miljømessige nyvinninger fra konkurrenter er eksterne trusler som kan resultere i lavere vekst for BEWI.

Regnskapstillene til BEWI har variert de siste årene i tråd med store investeringer. Den finansielle risikoen er liten, men vi har sett at selskapet opererer med forholdsvis lave marginer som kan være en utfordring i fremtiden. Vi forutsetter en stabil marginvarians i tiden fremover, når man kan hente synergieffekter og kostnadsbesparelser fra de oppkjøpene som er gjort tidligere.

7.2. Estimering av nøkkeltall

Ved at vi benytter utvikling i nøkkeltall som grunnlag for estimatene har vi en "Top-Down" tilnærming, som gir et estimat på et overordnet regnskapsnivå (Kaldestad & Møller, 2017). Vi har tatt utgangspunkt i en prognoseperiode på 5 år, hvor vi da mener at BEWI vil ha oppnådd stabil drift. Ettersom BEWI er et etablert selskap som har drevet i bransjen i mange år, anser vi det som naturlig at de etter prognoseperioden vil ha normalisert sine driftsmarginer, rentabilitet på driftskapital, samt omsetningstall.

7.2.1. Prognose for driftsinntekt

I vårt estimat har vi lagt til grunn en økning i driftsomsetningen til BEWI. EUs vekstprognoser for 2021 og 2022 er på hhv. 3,7 % og 3,9 %. Vi har sett at omsetningen til BEWI er nært knyttet opp mot utviklingen i BNP, og sammen med økt tilstedeværelse i flere markedsområder og økt fokus på sirkulære produkter tror vi også på en økning utover denne veksten. De historiske regnskapstallene har vist en årlig økning i omsetningen i hele prognoseperioden.

Økning i omsetning	2016	2017	2018	2019	2020	Gj. Snitt
Driftsinntekt	169,7	195,6	382,2	430,8	462,6	
Økning driftsinntekt		15 %	95 %	13 %	7 %	33 %

Tabell 29- Økning i omsetning 2016-2020

Veksten fra 2019 til 2020 var på 7,38 %, og vi har estimert en økning i 2021 på 7%. Vi forutsetter deretter at økningen i veksten avtar gradvis, og at omsetningen vokser med hhv. 6, 4, 3 og 2 % de neste årene. Dette gir en vekst i omsetningen på 22% over vår prognoseperiode, og en gjennomsnittlig årlig vekst på 4,4 %.

Med vårt vekstestimat forutsetter vi at BEWI fortsetter å dra nytte av- og utvikle synergiene med selskapene fra de historiske- og fremtidige oppkjøpene. Vi forutsetter også at satsningen på den bærekraftige delen av virksomheten har begynt å gi økt omsetning, samt at den generelle veksten i markedet fortsetter de nærmeste årene.

Veksten for et selskap i et marked vil på et gitt tidspunkt avta. Vi forutsetter at veksten vil holde seg på et kontinuerlig lavt nivå fra “steady state” (Koller et al., 2013).

Prognose for driftsinntekt	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Økning i omsetning		7 %	6 %	4 %	3 %	2 %
Omsetning	462,6	495,0	524,7	545,7	562,0	573,3
Total estimert økning omsetning (2021-2025)		22 %				
Gjennomsnittlig årlig økning		4,4 %				

Tabell 30- Prognose for driftsinntekt 2021-2025

7.2.2. Prognose for driftsmargin

Vår prognose av driftsmarginen er knyttet til driftsresultatet etter skatt, og vil sammen med omsetningsprognosen avgjøre lønnsomheten. Marginen på samlet driftsresultat etter skatt har variert i intervallet 0,16 – 5,77 %. Lønnsomheten var lavest i årene 2018 og 2019, som sammenfaller med våre diskusjoner knyttet til investeringer og lave resultater i disse årene. Den forholdsvis høye lønnsomheten i 2020 er i stor grad knyttet til utviklingen i råvareprisene.

Ved utarbeidelsen av prognoser for driftsresultat og driftsmargin antar vi at selskapets driftskostnader vil gå mot en gjennomsnittlig andel av driftsinntektene (Gjesdal & Johnsen, 1999). I den strategiske analysen konkluderte vi med at bransjen er preget av høye etableringsbarrierer og stabil vekst i markedet. Slike markeder tiltrekker seg få aktører som på sikt gir eksisterende selskaper god lønnsomhet. (Dahl et al., 1997). Vi forutsetter at BEWI vil stabilisere driftsmarginen i løpet av prognoseperioden.

Vårt estimat på driftsmarginen etter skatt er på 6 % i 2021, 6,1 % i 2022 og 2023, før den stiger til 6,2 % i 2024 og tiden utover dette.

Dette gir oss følgende driftskostnader og driftsresultat etter skatt i prognoseperioden.

Prognose for driftsmargin	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsmargin	5,77 %	6,00 %	6,10 %	6,10 %	6,20 %	6,20 %
Endring i driftsmargin		0,23 %	0,10 %	0,00 %	0,10 %	0,00 %
Driftsomsetning	462,6	495,0	524,7	545,7	562,0	573,3
Driftskostnader	435,9	465,3	492,7	512,4	527,2	537,7
Driftsresultat etter skatt	26,7	29,7	32,0	33,3	34,8	35,5

Tabell 31- Prognose for driftsmargin 2021-2025

7.2.3. Prognose for netto driftsmessige eiendeler

Vi har valgt å budsjettere endringene i netto driftsmessige eiendeler basert på omløpshastigheten. Dette er med andre ord forholdet mellom driftsomsetningen og netto driftseiendeler, og forteller hvor mange ganger kapitalen blir omsatt på ett år. For BEWI har omløpshastigheten vært fallende de siste årene, hvilket sammenfaller med at NDME har økt mer enn salget. Ettersom vi ikke har noen perfekte konkurrenter i bransjen, og at kapitalstrukturen er ganske forskjellig for de ulike selskapene i bransjeutvalget er det vanskelig å si noe om hva som er “normalen”.

Vi har estimert en gradvis redusering av omløpshastigheten ned til 1,26 i år 2025 og tiden utover dette. Vårt estimat forutsetter at BEWI trenger noe mer driftskapital for å finansiere veksten i omsetningen fremover, og for å kunne stabilisere driften etter prognoseperioden. For 2021 og 2022 har vi estimert en netto økning på 3 % utover omsetningsveksten, 1 % i 2023 og økning tilsvarende omsetningsveksten i 2024, 2025 og perioden videre.

Vi får da følgende utvikling i netto driftsmessige eiendeler:

Prognose for netto driftsmessige eiendeler	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Netto driftsmessige eiendeler	343,5	377,9	411,9	432,4	445,4	454,3
Endring		10 %	9 %	5 %	3 %	2 %
Omløpshastighet	1,35	1,31	1,27	1,26	1,26	1,26
Endring		-0,04	-0,04	-0,01	0,00	0,00

Tabell 32- Prognose for netto driftsmessige eiendeler og omløpshastighet 2021-2025

Med endringene i netto driftsmessige eiendeler får vi også estimert rentabiliteten på driftskapitalen. Vi ser i tabellen under at rentabiliteten holder seg relativt stabil i hele prognoseperioden. Med svakt stigende marginer og fallende omløpshastighet frem mot siste år av prognoseperioden ser vi at dette sammenfaller med utviklingen i rentabiliteten på netto driftsmessige eiendeler.

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Rentabilitet netto driftsmessige eiendeler	7,77 %	7,86 %	7,77 %	7,70 %	7,82 %	7,82 %

Tabell 33- Estimert rentabilitet på netto driftsmessige eiendeler 2021-2025

7.3. Fremtidsestimat for BEWI

Basert på nøkkeltallene i dette kapittelet har vi kommet frem til følgende estimater for BEWI i prognoseperioden 2021-2025.

Fremtidsestimat for BEWI	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Økning driftsomsetning	462,6	7,0 %	6,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %
Driftsmargin etter skatt	5,77 %	6,00 %	6,10 %	6,10 %	6,20 %	6,20 %
Endring NDME	343,5	10,0 %	9,0 %	5,0 %	3,0 %	2,0 %
	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekt	462,60	494,98	524,68	545,67	562,04	573,28
Driftskostnad	435,90	465,28	492,68	512,38	527,19	537,74
Driftsresultat etter skatt	26,70	29,70	32,01	33,29	34,85	35,54
Netto driftsmessige eiendeler	343,50	377,85	411,86	432,45	445,42	454,33
Rentabilitet NDME	7,77 %	7,86 %	7,77 %	7,70 %	7,82 %	7,82 %
Omløpshastighet	1,35	1,31	1,27	1,26	1,26	1,26

Tabell 34- Fremtidsestimat 2021-2025

7.4. Vekst etter prognoseperioden

Et sentralt begrep for verdsettelsen er vekstleddet. Vekstleddet er gitt ved kontantstrøm fra driften i en ekstra periode utover prognoseperioden over avkastningskravet minus vekstfaktoren. For meravkastningen på driftskapitalen (residual income) er dette gitt på tilsvarende måte med RI fra driften i en ekstra periode utover prognoseperioden over avkastningskravet minus vekstfaktoren.

$$\text{Vekstledd} = CV_t = \frac{\text{CFO} / \text{RI}_{t+1}}{k - g}$$

Formel 8- Vekstledd

En av utfordringene som dukker opp i beregningen av veksten etter prognoseperioden er hvilken faktor for vekst man benytter. Hvilken vekst vi kan forvente avhenger i stor grad av beskyttelseevnen til BEWI, som vi har diskutert tidligere, men også vår generelle antakelse om fremtiden (Penman, 2013).

Det er ingenting i våre analyser som tilsier at BEWI kommer til å vokse i det uendelige som implisitt er det man forventer dersom man setter en høy vekstfaktor. I vår beregning av vekstleddet har vi tatt utgangspunkt i det generelle inflasjonsmålet som Norges Bank opererer med. Dette sier at den årlige veksten i KPI skal være rundt 2% over tid (Norges Bank, 2020). Forventet vekst i våre analyser er på bakgrunn av inflasjonsmålet, og usikkerheten knyttet til vekstfaktoren, satt til 2%. Avkastningskravet på kapitalen som vi benytter i både vekstleddet og i beregningen av nåverdier er 5,3 %. Dette er begrunnet i kapittel 6.

8. Verdssettelse

I dette kapittelet skal vi beregne en estimert verdi av egenkapitalen til BEWI pr. 31/12-20. Den fundamentale verdsettelsen er basert på fremtidsestimaterne fra kapittel 7, som bygger videre på hovedpunktene i den strategiske- og regnskapsmessige analysen i kapittel 4 og 5.

Vi vil prøve å belyse funnene i den fundamentale verdsettelsen med en sensitivitetsanalyse, en scenarioanalyse og en komparativ verdsettelse. Vi vil også gjøre en kort vurdering av verdien vi har kommet frem til.

8.1. Fundamental verdsettelse

Som vi har vært innom i metoddelen i kapittel 3, benytter vi en fundamental verdsettelse av BEWI. Vi vil bruke de to modellene, diskontert kontantstrøm fra driften og driftsrelatert superprofitt.

8.1.1. Diskontert kontantstrøm fra driften

Kontantstrøm fra drift	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Vekstledd
Driftsresultat etter skatt		29,7	32,0	33,3	34,8	35,5	36,3
Netto driftsmessige eiendeler	343,5	377,9	411,9	432,4	445,4	454,3	463,4
Kontantstrøm fra drift		-4,7	-2,0	12,7	21,9	26,6	27,2
Diskonteringsrate		0,950	0,902	0,856	0,813	0,772	
Nåverdi av CFO	43,0	-4,4	-1,8	10,9	17,8	20,6	
Nåverdi av vekstledd	635,9					823,3	
Verdi netto driftsmessige eiendeler	678,9						
Netto finansielle forpliktelser	148,4						
Verdi egenkapital	530,5						

Tabell 35- Verdssettelse basert på diskontert kontantstrøm fra driften til BEWI

Kontantstrøm fra driften forteller oss hvor mye kontanter vi sitter igjen med fra driften etter at driftskostnader inkludert avskrivning og nedskrivning, og eventuelle investeringer eller salg av driftseiendeler er justert for. Vi ser at nåverdien av kontantstrømmen fra driften er negativ for 2021 og 2022, før den øker i de etterfølgende årene. Som vi tidligere har diskutert vedrørende omløpshastigheten er det budsjettert en økning i driftsmidlene, som fører til at driftsoverskuddet ikke gir en positiv kontantstrøm de første to årene.

Andelen av verdien av de netto driftsmessige eiendelene som ligger i vekstleddet er hele 93,6 %, noe som kan være problematisk. Hvor sensitiv denne verdien er for selv små endringer i avkastningskrav og vekst er et mye diskutert tema og er belyst nærmere i kapittel 8.3. Likevel sammenfaller en høy verdi i vekstleddet med våre tanker om BEWI sin posisjonering i bransjen, samt vekst- og innovasjonspotensiale i markedet (Damodoran, 2002).

Vår beregnede nåverdi av de netto driftsmessige eiendelene til BEWI er på 678,9 MEUR, og fratrukket netto finansielle forpliktelser kommer vi frem til en beregnet nåverdi av egenkapitalen på 530,5 MEUR.

8.1.2. Driftsrelatert superprofitt

Residual income / Superprofittmodellen	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Vekstledd
Driftsresultat etter skatt		29,7	32,0	33,3	34,8	35,5	36,3
Netto driftsmessige eiendeler	343,5	377,9	411,9	432,4	445,4	454,3	463,4
Superprofitt		11,49	11,98	11,46	11,93	11,94	12,17
Diskonteringsrate		0,950	0,902	0,856	0,813	0,772	
Nåverdi av superprofitt	50,5	10,9	10,8	9,8	9,7	9,2	
Nåverdi av vekstledd	285,0					368,9	
Verdi netto driftsmessige eiendeler	678,9						
Netto finansielle forpliktelser	148,4						
Verdi egenkapital	530,5						

Tabell 36- Verdsettelse basert på driftsrelatert superprofitt til BEWI

Superprofittmodellen estimerer merverdien av netto driftsmessige eiendeler ved å ta utgangspunkt i dagens verdi av driftskapitalen og nåverdien den forventede superprofitten. Superprofitt er avkastningen utover avkastningskravet på 5,3% (Penman, 2013). Vi ser at BEWI skaper superprofitt i hele prognoseperioden, og i vekstleddet. Dette har vi også tidligere diskutert i kapittel 7, hvor vi så at rentabiliteten på driftskapitalen var stabil på et nivå høyere enn avkastningskravet. Så lenge rentabiliteten er høyere enn avkastningskravet vil det skapes superprofitt.

Andelen av nåverdien som ligger i vekstleddet i superprofittmodellen er på 42%, mens nåverdien av superprofitten i prognoseperioden er 7,4 %. Dette forteller oss at av den beregnede verdien på 678,9 MEUR er totalt 49,4% av verdien knyttet til en forventet meravkastning på kapitalen i fremtiden, mens de resterende 50,6 % er bokførte verdier i balansen.

Vi ser at verdien på egenkapitalen med superprofittmodellen er den samme som ved kontantstrøm-modellen på 530,5 MEUR. De respektive modellene viser hvilke underliggende komponenter som driver verdien.

8.1.3. Egenkapitalverdi ved fundamental verdsettelse

Med kontantstrømanalysen og superprofittmodellen har vi beregnet verdien av netto driftsmessige eiendeler. Basert på den omformulerte balanseligningen har vi trukket fra netto finansielle forpliktelser og kommet frem til vår estimerte verdi av egenkapitalen. For å finne aksjekursen må vi først omregne beløpet fra EUR til NOK, og deretter dele på antall utestående aksjer pr. 31/12-20. Vi har brukt kursen for EUR-NOK pr. 31/12-20, som var 10,47 kroner.

Egenkapitalverdi		
Verdi NDME		678,9
Netto fin.forpliktelser		148,4
Verdi egenkapital		530,5
Verdi i EUR	€	530 522 042
Verdi i NOK (10,47)	kr	5 554 565 782
Antall aksjer		148 410 874
Verdi pr. aksje	kr	37,4

Tabell 37- Egenkapitalverdi ved fundamental verdsettelse

Som vi ser av tabellen over, er verdien av egenkapitalen til BEWI beregnet til 5,5 milliarder kroner, eller 37,4 kroner pr aksje.

8.2. Komparativ verdsettelse

Analyse av multiplikatorer gjøres som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Formålet er å bruke resultatene som en benchmark i forhold til resultatene fra nåverdibaserte metoder. Ved bruk av multipler forutsettes det at selskapene er sammenlignbare med hensyn til størrelse, lønnsomhet, vekst og risiko (Kaldestad & Møller, 2017). Vi vil være forsiktig med å tillegge den komparative analysen stor vekt da flere av de sammenlignbare selskapene er mye større, samtidig som de har et annet produktspekter og opererer i andre geografiske segmenter. Vi benytter i utgangspunktet det samme bransjeutvalget som tidligere i oppgaven, men har justert for de enkelt-selskapene som representerer ekstremverdier i analysen.

8.2.1. P/E

Det mest vanlige i en P/E-analyse er å bruke en såkalt “forward ratio”, eller fremtidsforhold hvor en benytter estimater for inntjening (Koller et al., 2013). Ved å bruke estimater tar en høyde for forventet resultat, da markedet stort sett allerede har innregnet disse forventningene i sine priser. På bakgrunn av oppgavens omfang og tilgjengelig informasjon har vi brukt historiske tall for resultat, og finner derfor en P/E pr. 31/12-2020.

For bransjeutvalget har vi følgende tall:

	P/E
Amtcor PLC	29,7
DS Smith PLC	1,0
HEXPOL AB Class B	20,6
Huhtamaki Oyj	24,9
Kingspan Group PLC	28,3
Lindab International AB	22,5
Mondi PLC	14,4
Gjennomsnitt	20,2
Median	22,5

Tabell 38- P/E for bransjeutvalg

Vi ser at selskapene har vært handlet på forholdsvis høye multipler. En ratio på rundt 20, betyr at investor betaler 20 ganger mer for aksjen enn hva den tjener i dag, og det betyr implisitt at man forventer at den vil inntjene dette i fremtiden.

8.2.2. P/B

Selskapene i bransjeutvalget handles til en pris/bok-ratio på omtrent 2,75 som betyr at investor er villig til å betale nesten tre ganger den bokførte verdien av egenkapitalen. På lik linje med P/E-ratioen indikerer dette at man forventer at selskapet skal kunne levere meravkastning på egenkapitalen i fremtiden.

	P/B
Amcor PLC	3,9
BASF	1,8
DS Smith PLC	0,2
HEXPOL AB Class B	3,2
Huhtamaki Oyj	3,4
Kingspan Group PLC	4,5
Lindab International AB	2,6
Mondi PLC	2,1
Gjennomsnitt	2,7
Median	2,9

Tabell 39- P/B for bransjeutvalg

8.2.3. EV/EBITDA

De utvalgte selskapene har en EV/EBITDA-ratio på rundt 13,5. Denne ratioen, sammenlignet med P/E, trekker inn gjelden i vurderingen og er ofte mye brukt i sammenligning innad i samme bransje. Det gir en bedre sammenligning av verdi på tvers av finansieringsstruktur, sammenlignet med P/E og P/B.

	EV/EBITDA
Amcor PLC	16,2
BASF	14,5
DS Smith PLC	5,8
HEXPOL AB Class B	14,4
Huhtamaki Oyj	14,0
Kingspan Group PLC	19,4
Lindab International AB	13,7
Mondi PLC	9,1
Gjennomsnitt	13,4
Median	14,2

Tabell 40- EV/EBITDA for bransjeutvalg

8.2.4. Egenkapitalverdi ved komparativ verdsettelse

Basert på gjennomsnittet fra de tre multiplene vi har beregnet for bransjeutvalget har kommet frem til følgende verdier for BEWI pr. 31/12-20 med en komparativ verdsettelse.

	Gj.snitt bransjeutvalg	Verdi EK BEWI	Merverdi komparativ analyse
P/E	20,2	5 499	-55
P/B	2,7	5 515	-39
EV/EBITDA	13,4	5 747	193

Tabell 41- Verdsettelse av BEWI med komparativ analyse

Vi ser at både P/E og P/B-ratioene gir en marginalt lavere verdi på egenkapitalen sammenlignet med den fundamentale verdsettelsen, mens EV/EBITDA-ratioen gir en noe høyere verdi. Selv om vi igjen presiserer at tallene fra bransjeutvalget ikke nødvendigvis er perfekt sammenlignbart med BEWI, vil det kunne gi en rettleiding på verdsettelsen.

Den fundamentale verdsettelsen gir oss en verdi på egenkapitalen på 5,55 milliarder kroner. Basert på pris-multiplene i den komparative analysen får vi en tilnærmet lik verdi, og dette støtter opp under verdien fra den fundamentale verdsettelsen. EV/EBITDA-ratioen kan tale for at verdien kan trekkes marginalt opp.

Med en verdsettelse på 5,55 milliarder får vi en P/E multippel på 20,4 og en P/B på 2,72 rett over snittet for bransjeutvalget. EV/EBITDA gir 13,1 med en verdi på 5,55 milliarder, hvilket er rett under snittet for bransjeutvalget.

8.3. Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalysen viser alternativberegningen av verdien pr aksje, gitt andre sammensettinger av parameterne i vekstleddet. Etersom 93,6 % av verdien i kontantstrømanalysen- og 42 % av verdien i superprofittmodellen ligger i vekstleddet, er det viktig å belyse hvor sensitiv den beregnede verdien er for selv små endringer. Vi har sett på ulike avkastningskrav i intervallet fra 6,8 – 4,1 %, med trinnvise endringer på 0,3 prosentpoeng. Vi har sett på vekst i intervallet 0,0 – 4,0 % med trinnvise endringer på 0,5 prosentpoeng.

		Avkastningskrav									
		6,8 %	6,5 %	6,2 %	5,9 %	5,6 %	5,3 %	5,0 %	4,7 %	4,4 %	4,1 %
Vekst	0,0 %	18,9	20,6	22,4	24,4	26,6	29,1	31,9	35,1	38,6	42,8
	0,5 %	19,3	21,1	23,1	25,3	27,8	30,5	33,7	37,3	41,5	46,3
	1,0 %	19,8	21,8	23,9	26,4	29,1	32,3	35,9	40,2	45,1	51,1
	1,5 %	20,4	22,5	25,0	27,7	30,9	34,5	38,8	43,9	50,1	57,7
	2,0 %	21,1	23,5	26,2	29,4	33,1	37,4	42,7	49,1	57,1	67,4
	2,5 %	22,0	24,7	27,8	31,5	36,0	41,4	48,0	56,6	67,8	83,2
	3,0 %	23,1	26,2	30,0	34,5	40,0	47,0	56,1	68,4	86,1	113,3
	3,5 %	24,5	28,3	32,8	38,6	46,0	55,8	69,6	90,2	124,7	193,6
	4,0 %	26,4	31,1	37,1	44,9	55,6	71,3	96,5	143,2	259,9	1077,1

Figur 8- Sensitivitetsanalyse

Vi ser av analysen at verdien svinger i intervallet 33,1 – 42,7 kroner pr aksje for et avkastningskrav på mellom 5,6 – 5,0%. Tilsvarende svingninger når vi justerer veksten i intervallet mellom 1,5 – 2,5% er i intervallet 34,5 – 41,4.

8.4. Scenarioanalyse

Vi ønsker å se hvordan bransjen og BEWIs muligheter og risikomomenter kan påvirke omsetning, driftsmargin og omløpshastighet ved hjelp av en scenarioanalyse.

Scenarioanalysen ser kun på ulike scenarioer frem til BEWI er i steady-state. Utviklingen på lang sikt er ikke hensyntatt (avkastningskrav + vekstfaktor). Formålet med analysen er å se hvordan risikomomentene og mulighetene som ble avdekt i den strategiske analysen påvirker verdien av BEWI. Beregningene nedenfor viser at verdien kan stige til over 51 kroner per aksje ved dobling av omsetningsveksten eller ved å oppnå lik driftsmargin som gjennomsnittet i bransjen de siste 5 år. Nedsiden med ingen vekst eller lavere driftsmargin gir en verdi i intervallet 24-24,5. Verdien påvirkes mindre av en endring i omløpshastigheten. Bakgrunnen for dette er at mye av verdien ligger i vekstleddet.

8.4.1. Endring i omsetningsveksten

I framtidsestimatene i kapittel 7 forutsatte vi en gjennomsnittlig vekst på 4,4% for de neste 5 årene. Dette representerer base case som skissert nedenfor. Worst case-scenarioet forutsetter ingen vekst utover og "best case-scenario" forutsetter dobbel vekst for den eksplisitte prognoseperioden før selskapet når steady state. Dette gir en gjennomsnittlig vekst på 8,4% (medregnet 2% vekst i steady state). Lavere vekst i BNP, alternative produkter til isopor fra konkurrerende virksomheter og fall i råvareprisen er risikomomenter som kan redusere utviklingen i omsetningen.

Endring i omsetningsvekst	Forutsetning	Verdi
Best case	Dobbel vekst i prognoseperioden - 8,4 % årlig	51,1
Base case	Vekst som estimert - 4,4 % årlig	37,4
Worst case	Ingen vekst i prognoseperioden	24,5

Tabell 42- Scenarioanalyse med endring i omsetningsvekst

8.4.2. Endring i driftsmargin

Prognosen for driftsmargin i fremtidsestimaterne forutsatte en svak oppgang fra 6 % i 2021 til 6,2% i 2025. Vi ønsker å se på virkningen av at BEWI klarer å øke driftsmarginen utover estimatet de neste 5 årene til 7,5%. Worst case forutsetter en driftsmargin som faller til 5 %. Risikomomenter som hardere beskatning av plastprodukter, økte energipriser og økt oljepris er faktorer som kan true driftsmarginen. Høye etableringsbarrierer og midlertidig konkurransefortrinn på bærekraftige løsninger kan tale for at økt driftsmargin på mellomlang sikt.

Endring i driftsmargin	Forutsetning	Verdi
Best case	Økning i marginer til 7,5 %	51,4
Base case	Svak økning i marginer til 6,2 %	37,4
Worst case	Fall i marginer til 5 %	24,0

Tabell 43- Scenarioanalyse med endring i driftsmargin

8.4.3. Endring i omløpshastigheten til driftskapitalen

Vår prognose for omløpshastigheten viser en jevn nedgang til et nivå på 1,26, som vi forutsetter i tiden etter prognoseperioden. Risikomomenter knyttet til omløpshastigheten dreier seg i stor grad om BEWI faktisk klarer å opprettholde nivået, da vi har sett at omløpshastigheten har falt i tråd med den økte omsetningen for alle årene i måleperioden. Som vi tidligere har vært inne på i den strategiske analysen er det stor usikkerhet knyttet til politiske krav fremover hvilket kan bety at driftskapitalen som trengs for å etterleve disse kravene på samme omsetningsnivå, vil øke. På den andre siden vil man i et best-case-scenario kunne se økt omløpshastighet dersom man klarer å dra nytte av synergieffekter i historiske og fremtidige oppkjøpsmuligheter.

Vi kan definere følgende scenarioer:

Endring i omløpshastighet	Forutsetning	Verdi
Best case	Omløpshastigheten øker til 1,5	44,3
Base case	Omløpshastigheten holder seg som estimert til 1,26	37,4
Worst case	Omløpshastigheten faller til 1,0	26,0

Tabell 44- Scenarioanalyse med endring i omløpshastigheten

8.5. Vurdering av estimert verdi

Vi har til nå i oppgaven gjort en rekke forbehold, vurderinger og avgrensninger. Etter beste evne har vi forsøkt å være objektive, men det er likevel en rekke psykologiske forhold som kan spille inn på våre vurderinger. Confirmation bias, er en form for tilstand hvor man er mer partisk i den ene eller andre retningen på bakgrunn av at man ikke har vært eksponert for all tilgjengelig informasjon (Angner, 2016). Ettersom vi har lest mye om markedet, markedets vekstmuligheter og belyst fremtidsutsiktene for BEWI, kan det oppstå en tendens til å tillegge dette mer vekt og større sannsynlighet enn det som kan være den objektive sannhet.

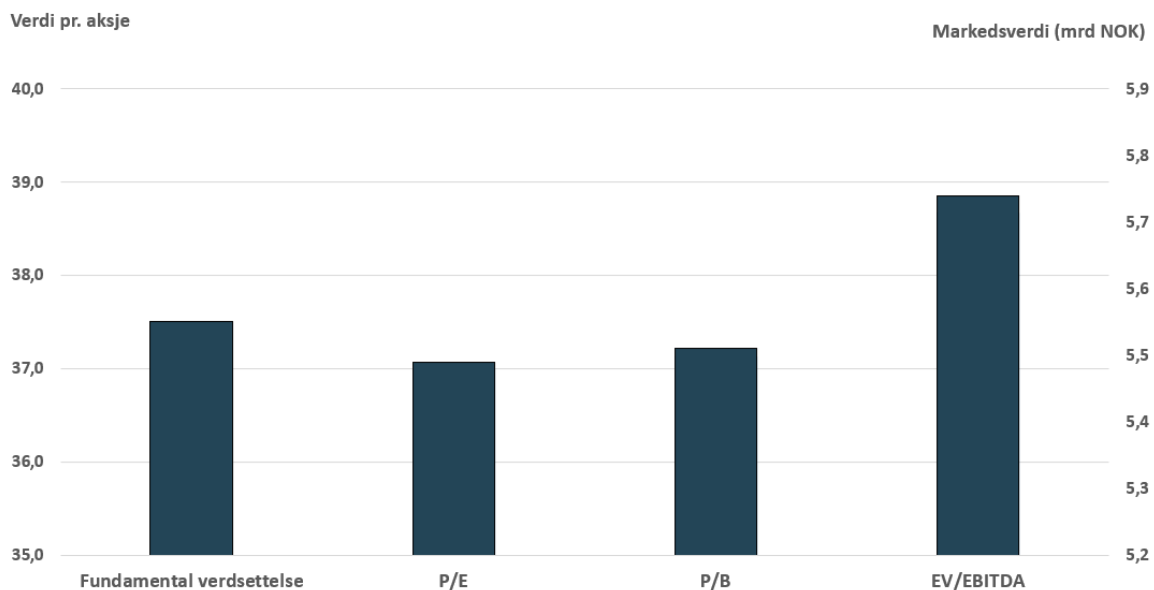
Projection bias er et annet aspekt som kan ha påvirket våre vurderinger. Projection bias forekommer ved at man forventer at fremtiden skal bli tilnærmet lik det den er i dag, fordi det er i dag vi gjør forutsetningene (Angner, 2016). Og selv om verden i dag er preget av mye usikkerhet, har aksjemarkedet vært preget av høy vekst de siste 12-14 månedene. Våre vurderinger knyttet til fremtiden kan derfor være preget av dette til en viss grad.

Gjennom sensitivitetsanalysen og scenarioanalysen får vi dessuten belyst hvor følsom den beregnede aksjeverdien er for endringer i modellens parametere. Vi mener verdsettelsen bygger på en objektiv vurdering ved beregning av ulike estimat, men det er tydelig at selv små endringer i eksterne faktorer vil kunne påvirke verdien. På bakgrunn av dette er det viktig å presisere at den beregnede verdien representerer verdien på et bestemt tidspunkt, med en gitt mengde informasjon, og med en rekke forutsetninger, vurderinger og forbehold.

9. Konklusjon og implikasjon

Vi har i denne oppgaven grundig analysert både BEWI og bransjen de operere i. Gjennom den strategiske analysen har vi sett at det er politiske og miljømessige krefter som vil presse frem nye rammebetingelser for bransjen, men at BEWI ligger langt frem i prosessen med å møte disse endringene. Vi har sett at bransjen er preget av lave marginer, kapitalintensive investeringer og har en nær kobling til olje- og råvarepriser. Et risikomoment for bransjen er utviklingen av mulige substitutter. Ettersom mesteparten av produktspekteret til BEWI i dag er basert på olje som råvareprodukt, vil dette være et aspekt som må følges nøye av selskapet i fremtiden.

I regnskapsanalysen får vi bekreftet funnet fra den strategiske delen knyttet til lave marginer. Vi ser at BEWI har vokst raskt gjennom oppkjøp som har ført til lavere lønnsomhet, men at de er godt posisjonert med en solid balanse og gode fremtidsutsikter.



Figur 9- Egenkapitalverdi basert på ulike verdsettelsesmetoder

Vi har utført en fundamental verdsettelse hvor vi kom frem til en verdi på kr. 37,4 pr. aksje og en markedsverdi på 5,55 milliarder kroner. Basert på P/E og P/B-multiplene til bransjeutvalget får vi en markedsverdi på hhv. 5,49 og 5,51 milliarder kroner. EV/EBITDA-forholdet viser en noe høyere verdi på 5,75 milliarder kroner. Sensitivitetsanalysen har vist at verdien i den fundamentale verdsettelsen er følsom for små endringer i både avkastningskrav

og fremtidig vekstrate. Vår scenarioanalyse har også påpekt at endringer i våre estimater vil få vesentlige utslag på markedsverdien.

På bakgrunn av usikkerheten og følsomheten til den beregnede markedsverdien anser vi det som et riktigere estimat å oppgi verdien av egenkapitalen som et intervall. På denne måten får vi synliggjort usikkerheten knyttet til oppgaven, men likevel gi et godt estimat på egenkapitalverdien.

Vi konkluderer med at verdien av egenkapitalen til BEWI ASA pr. 31/12-2020 ligger i intervallet mellom 5,3 og 5,8 milliarder kroner, eller en verdi pr. aksje mellom 35,7 og 39,1 kroner.

Sluttkursen for BEWI på Oslo Børs pr. 31/12-2020 var kroner 23,0, med en markedsverdi på 3,4 milliarder kroner. Dette viser en merverdi i våre estimater på mellom 16 og 13 kroner per aksje, og at markedsprisen på tidspunktet var undervurdert sammenlignet med vårt estimat. Underprisen pr. 31/12-2020 kan forklares med at mye av verdien i vårt verdiestimater ligger knyttet til fremtidig vekst og resultat. En lavere markedspris indikerer at denne veksten ikke er priset inn, og at markedet ikke har tro på de samme fremtidsestimaterne som vi har argumentert for i denne oppgaven.

Verdien fra den fundamentale verdsettelsen er støttet av funnene i den komparative analysen. EV/EBITDA-verdien gir en marginalt høyere verdsettelse enn de andre multiplene, og trekker verdien noe opp. I vår fundamentale analyse har vi ikke funnet tydelige momenter som gjør at BEWI på sikt forsvarer lavere multipler enn konkurrentene.

Vi vil til slutt poengtere at verdiestimater bygger på en rekke forutsetninger, forenklinger og avgrensninger som påvirker verdiens usikkerhet. Som et forslag til videre forskning, eller som en måte å øke oppgavens validitet og reliabilitet, kan man vurderer å endre forutsetningene i oppgaven. Dette kan være å finne et annet bransjeutvalg, benytte andre verdsettelsesteknikker eller en lengre analyse- og prognoseperiode.

Referanseliste

- Angner, E. (2016). *A course in Behavioral Economics* (2. utg.). London: Palgrave Macmillan.
- Avfall Norge. (2020, August 6). *EU innfører ny skatt på plastavfall fra 1. januar 2021*. Hentet Mars 17, 2021 fra <https://avfallnorge.no/bransjen/nyheter/eu-innforer-ny-skatt-pa-plastavfall-fra-1-januar-2021>
- Avfall Norge. (2020). *Ny verdikjede for EPS (isopor)*. Hentet Mars 05, 2021 fra <https://avfallnorge.no/om-avfall-norge/avfallsforsk/ny-verdikjede-for-eps-isopor>
- Barney, J. (2014). *Gaining and sustaining competitive advantage* (4. utg.). Harlow: Pearson.
- Berge, A. (2020, Juli 27). *Dette er verdens 20 største lakseoppdrettere*. Hentet Mars 27, 2021 fra <https://ilaks.no/dette-er-verdens-20-storste-lakseoppdrettere-2/>
- BEWI. (2019). Hentet Mars 27, 2020 fra <https://BEWIsynbra.com/no/insulation/losninger/materiale/recycled-inside/>
- BEWI. (2019). *Annual report 2019 BEWI ASA*.
- BEWI. (2020). *Annual report 2020 BEWI ASA*.
- Dagens Næringsliv. (2021, Februar 11). *Perfekt storm for nye børsnoteringer*. Hentet Mars 15, 2021 fra Dagens Næringsliv: <https://www.dn.no/bors/oslo-bors/euronext-growth/borsnotering/perfekt-storm-for-nye-borsnoteringer/2-1-961566>
- Dahl, G. A., Hansen, T., Hoff, R., & Kinserdal, A. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis* (4. utg.). Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset* (2. utg.). New York: Wiley.
- EPS-foreningen. (2021, Februar 17). Hentet Mars 21, 2021 fra <https://www.norskindustri.no/kampanjesider/eps-gruppen/aktuelt/lykkes-med-produksjon-av-100-prosent-resirkulert-byggemateriale/>
- EPS-foreningen. (u.å.). *Miljøkonsekvenser av produksjonen*. Hentet Mars 5, 2021 fra <https://www.norskindustri.no/kampanjesider/eps-gruppen/miljo/miljokonsekvenser-av-produksjonen/>

- EU-kommisjonen. (2021). *Winter 2021 Economic Forecast: A challenging winter, but light at the end of the tunnel*. Brussels: EU.
- EUMEPS. (2020). *European Manufacturers of Expanded Polystyrene*. Hentet Februar 27, 2021 fra https://eumeps.org/content/8-news/eumeps-submitted-voluntary-pledge/20180914_the-eumeps-voluntary-pledge.pdf
- Eurostat. (2020). Hentet Mars 20, 2021 fra https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/lc_lci_lev/default/table?lang=en
- EY. (2020). *Belgium implements EU plastics tax measures*. Hentet Februar 16, 2021 fra https://www.ey.com/en_gl/tax-alerts/belgium-implements-eu-plastics-tax-measures
- Fjeldstad, Ø. D., & Lunnan, R. (2018). *Strategi* (2. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Gjesdal, F., & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Holme, I. M., & Solvang, B. K. (1996). *Metodevalg og metodebruk* (3. utg.). Oslo: Universitetsforlaget.
- Jortveit, A. (2018). *Plast og klima - to sider av samme sak*. Norsk klimastiftelse.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2017). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Koller, T., Murrin, J., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation : measuring and managing the value of companies* (5. utg.). Hoboken, N.J: Wiley.
- KPMG. (2021). *Corporate tax rates for 2011 - 2021*. Hentet Februar 23, 2021 fra <https://home.kpmg/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html>
- Kristoffersen, T. (2019). *Årsregnskapet: en grunnleggende innføring* (6. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Langli, J. (2016). *Årsregnskapet* (10. utg.). Oslo: Gyldendal.
- NHO. (2021, Februar 23). *Selskapsskatt*. Hentet fra <https://www.nho.no/tema/skatter-og-avgifter/artikler/selskapsskatt/>

- Norges Bank. (2020). *Inflasjon*. Hentet Mars 11, 2021 fra <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Inflasjon/>
- Norges Bank. (2021). Hentet Februar 13, 2021 fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer>
- Norges Bank. (2021). Hentet Februar 14, 2021 fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer>
- Norges Bank. (2021). *Statsobligasjoner månedsgjennomsnitt*. Hentet Februar 15, 2021 fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer>
- NOU. (2021, Mars 11). Hentet fra regjeringen.no/no/aktuelt/nye-strengere-regler-for-eksport-og-import-av-plastavfall/id2786894
- Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5. utg.). New York: McGraw-Hill.
- PlasticsEurope. (2020). Hentet Mars 5, 2021 fra <https://www.plasticseurope.org/en/newsroom/press-releases/archive-press-releases-2018/plastics-2030-voluntary-commitment>
- PWC. (2020). *Risikopremien i det norske markedet*. PWC.
- Ringdal, K. (2018). *Enhet og mangfold* (4. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Roos, G., Krogh, G. v., Roos, J., & Fernström, L. (2014). *Strategi; en innføring* (6. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Sintef. (2021, Mai 5). *Nytt samarbeid mellom forskning og næring skal gjøre byggeplasser avfallsfrie*. Hentet Mars 5, 2021 fra <https://www.sintef.no/siste-nytt/2020/nytt-samarbeid-mellom-forskning-og-naring-skal-gjore-byggeplasser-avfallsfrie/>
- Skatteetaten. (2020). *Skatte-ABC 2020/2021*. Hentet Mars 20, 2021 fra <https://www.skatteetaten.no/rettskilder/type/handboker/skatte-abc/gjeldende/fritaksmetoden/F-32.020/F-32.030/>

Smurfit Kappa. (2020, Juli 2). *Smurfit Kappa erstatter EPS-emballasje til frossenmat med et bærekraftig papirbasert alternativ*. Hentet Mars 17, 2021 fra <https://www.smurfitkappa.com/no/newsroom/2020/smurfit-kappa-replaces-eps-frozen-food-packaging-with-sustainable-paper-based-alternative>

SSB. (2020). *Fakta om utdanning 2021*. Seksjon for utdanning og kulturstatistikk. Statistisk Sentralbyrå. Hentet Februar 13, 2021 fra https://www.ssb.no/utdanning/artikler-og-publikasjoner/_attachment/442056?_ts=176cc50e7d8

UN Global Compact. (2015). *Global Compact*. Hentet Februar 11, 2021 fra The global Compact: https://globalcompact.no/barekraftsmalene/?gclid=CjwKCAjwvMqDBhB8EiwA2iSmPMYOGYaaB6RSY1DB2Wvk5bgsfL6Gm56ooWUKQcZPXzi8ke72_N2ucxoCRQIQAvD_BwE

Wiesweg, M. (2019, Juli). Global and European EPS market perspectives. 30-32.

