

Rolv Rudolfsen
Bjørn-Erik Venner

Verdsettelse av Norske Skog ASA

Bacheloroppgave i Økonomi, ledelse og bærekraft

Veileder: Aristidis Kaloudis

Mai 2021

Rolv Rudolfson
Bjørn-Erik Venner

Verdsettelse av Norske Skog ASA

Bacheloroppgave i Økonomi, ledelse og bærekraft
Veileder: Aristidis Kaloudis
Mai 2021

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Institutt for industriell økonomi og teknologiledelse



Kunnskap for en bedre verden

Sammendrag

Tittel:	Verdsettelse av Norske Skog ASA		Dato:	18/5/2021
Deltakere/	Rolv Rudolfson			
	Bjørn-Erik Venner			
Veileder:	Aristidis Kaloudis			
Stikkord/	Verdivurdering, fundamental analyse, komparativ analyse, Norske Skog			
(3-5 stk)				
Antall sider/ord:	Antall vedlegg:	Publiseringsavtale inngått: ja		
58 / 17993	9			
<p>Det opprinnelige Norske Skog har bortimot 60 års erfaring innen treforedling, og var i begynnelsen av 2000 tallet blant verdens største produsenter av papir til aviser og magasin. I slutten av 2017 ble selskapet slått konkurs, og i løpet av 2018 ble det klart at investeringsfondet Oceanwood overtok samtlige aksjer etter at de vant en budrunde med flere andre interessenter. Det nye selskapet har beholdt mye av den gamle ledelsen og ansatte, men har startet med betraktelig mindre gjeld.</p> <p>Norske Skog opererer i et sterkt nedadgående marked, og Norske Skog har startet prosessen med å endre strategien sin slik at de innen noen få år skal få en mer diversifisert produktportefølje.</p> <p>I denne verdivurderingen er all informasjonshenting og analyser basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Hovedmetoden har vært Penman sitt rammeverk for fundamental analyse hvor vi har prøvd å finne frem til Norske Skog sine underliggende verdier. Her har vi etter grundig informasjonsinnhenting og analyser av dette materialet, forsøkt å estimere en fremtidig kontantstrøm. Disse har deretter blitt konvertert til en nåverdi igjennom et avkastningskrav. I tillegg har vi brukt komparativ verdsettelsesmetode for ytterligere å belyse bransjen og markedet generelt, slik at verdien vi kommer fram til i størst mulig grad representerer nettopp selskapets underliggende verdier.</p> <p>Vi har kommet frem til en aksjeverdi på 40,7 kr. Selskapet vurderes derfor som underpriset, og aksjen gis en kjøpsanbefaling.</p>				

ABSTRACT

Title:	Valuation of Norske Skog ASA		Date :	18/5/21
Participants/	Rolv Rudolfson			
	Bjørn-Erik Venner			
Supervisor(s)	Aristidis Kaloudis			
Keywords	Valuation, fundamental analysis, comparable analysis, Norske Skog			
(3-5)				
Number of pages/words:	Number of appendix:	Availability (open/confidential): Open		
58 / 17993	9			
<p>The original Norske Skog company has almost 60 years of experience within wood processing and was amongst the largest producers of paper usable for newspaper and magazine printing in the beginning of the 2000s. At the end of 2017, the company was declared bankrupt, and the remaining parts of the company was auctioned off. Oceanwood, an investment fund, won the auction. The new company kept most of its employees and senior leadership, but with limited debt.</p> <p>Norske Skog is operating in a downward market and has started the process of changing the strategy to a more diversified product portfolio.</p> <p>All information used in this valuation is based upon publicly accessible information. The main method for the thesis has been Penmans framework for fundamental analysis, and the target has been to estimate the fundamental value of Norske Skog. After a thorough gathering and analysis of information, the results have been used to estimate future cash flows to the company. The cash flows have been discounted based upon the calculated weighted cost of capital (WACC). A comparable analysis has also been executed in order to understand the segment and market.</p> <p>Through the different analysis we estimate a stock value of 40,70 NOK. We therefore consider the stock undervalued and recommend buy as an investor action.</p>				

Forord

Denne oppgaven markerer slutten på vårt fireårige deltidsstudium i økonomi, ledelse og bærekraft ved NTNU Gjøvik. Vi valgte å skrive bacheloroppgave sammen på bakgrunn av felles faginteresser. Vi har begge vært fornøyd med dette valget, og har hatt et godt samarbeid. Til tross for full jobb for begge har vi klart å sette av tid til å jobbe jevnt med oppgaven, og har lært mye av å skrive en verdsettelsesoppgave om Norske Skog. Det har vært et spennende firma å arbeide med, men også et tidvis krevende selskap å skrive om. Likevel er vi fornøyd med oppgavevalget, og har begge lært mye ny teori i løpet av våren.

Vi vil takke vår veileder Aristidis Kaloudis for god hjelp til oppgaven, og gode tilbakemeldinger.

Vi vil også takke hverandre for et godt samarbeid, og mange gode diskusjoner.

Sist, men absolutt ikke minst, vil vi takke våre familier som har bistått i disse fire årene som deltidsstudenter med full jobb. Uten dere hadde dette ikke vært mulig, og vi er evige takknemlige for at dere har stilt opp.



Rolv Rudolfson

Flekkfjord, mai 2021



Bjørn-Erik Venner

Lørenskog, mai 2021

Innholdsfortegnelse

1	Innledning.....	1
1.1	Valg av tema.....	1
2	Papirindustri og Norske Skog	3
2.1	Norske Skogs historie.....	3
2.2	Konkurs, omstrukturering og ny oppstart.....	3
2.3	Om tømmerbransjen	4
2.4	Veien framover	5
3	Oppgavens perspektiv/metode	6
3.1	Forskningsmetode.....	6
3.2	Datainnsamling	6
3.3	Dataanalyse.....	7
3.4	Oppgavens videre struktur.....	8
4	Teori (Verdsettelsesmodeller, strategi-teori, finansiell teori)	10
4.1	Ulike verdsettelsesmodeller.....	10
4.2	Fundamental verdsettelse	10
4.3	Avkastningskrav for verdsettelse.....	13
4.4	Komparativ analyse	16
5	Strategisk analyse	17
5.1	Ekstern analyse \ PESTEL.....	17
5.2	Bransjeanalyse (Porters 5 krefter)	21
5.3	Intern strategisk analyse	25
5.4	Oppsummering av strategianalyse.....	30
6	Regnskapsanalyse.....	32
6.1	Oversikt over resultat og balanse.....	32
6.2	Likviditetsanalyse.....	33
6.3	Soliditetsanalyse	34

6.4	Oppsummering av regnskapsanalyse.....	35
7	Avkastningskrav	36
7.1	Egenkapitalens avkastningskrav	36
7.2	Gjeldsavkastningskrav	37
7.3	Skattesats	37
7.4	Beregning av totalavkastningskrav.....	38
8	Fremtidsprognose	39
8.1	Forutsetninger for fremtidsprognose	39
8.2	Estimert kontantstrøm.....	42
8.3	Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer.....	42
8.4	Markedsverdi av egenkapitalverdi og aksjekurs	43
9	Sensitivitetsanalyse	44
9.1	Teknisk sensitivitetsanalyse	44
9.2	Omstilling til emballasjeproduksjon.....	45
10	Komparativ verdsettelse	46
10.1	Komparative selskaper.....	46
10.2	Gjennomgang av multipler	48
10.3	Markedets utvikling	52
10.4	Oppsummering og kritikk	53
11	Gjennomgang av resultater.....	55
11.1	Funn	55
11.2	Beslutning om investering	57
11.3	Konklusjon.....	58
11.4	Kritikk av oppgaven.....	58
12	Litteraturliste	59

Tabelliste

Tabell 1- VRIO-analyse av Norske Skogs ressurser	30
Tabell 2- resultatregnskap Norske Skog (egenkomponert fra Norske Skogs årsrapporter og kvartalsrapporter 2017-2020)	32
Tabell 3- Balanseregnskap Norske Skog (egenkomponert, basert på Norske Skogs årsrapporter og kvartalsrapporter)	33
Tabell 4 - Likviditetsgrad 1	33
Tabell 5- Likviditetsgrad 2	34
Tabell 6 - Egenkapitalsandel og gjeldsgrad	34
Tabell 7 - Regresjonsanalyse Norske Skogs daglige sluttkurs 19. oktober 2019- 4. februar 2021	36
Tabell 8 - Avkastningskrav egenkapital	37
Tabell 9 - Totalavkastningskrav Norske Skog	38
Tabell 10 - Estimerte salgsinntekter Norske Skog	40
Tabell 11 - Estimert bruttofortjeneste i % Norske Skog	40
Tabell 12 - Fremtidsprognose Norske Skog. Alle tall i MNOK	42
Tabell 13 - Nåverdi eksplisitt periode	42
Tabell 14 - Nåverdi Terminal periode	43
Tabell 15 - Estimert aksjekurs Norske Skog basert på fundamental analyse.....	43
Tabell 16 - Estimerte aksjekurser som følge av endring totalavkastningskravet.....	44
Tabell 17- Estimerte aksjekurser som følge av endring bruttofortjenestemargin	44
Tabell 18 - Price/Earnings for Norske Skog i 2020 og komparative selskaper	49
Tabell 19 – Price/book for Norske Skog og komparative selskaper	49
Tabell 20 - EV/EBITDA Norske Skog og komparative selskaper.....	50
Tabell 21 - Ev/Sales Norske Skog og komparative selskaper.....	51
Tabell 22 - Estimert aksjekurs Norske Skog, komparativ analyse.....	51

Figurliste

Figur 1 - bruksområder for tremasse (Røtnes et al, 2020)	4
Figur 2 - Andeler som har brukt ulike medier en gjennomsnittsdag (SSB, 2020).....	5
Figur 3 – Penman (2013, s. 85) rammeverk for fundamental analyse	10
Figur 4 - Kursutvikling Norske Skog, komparative selskaper og Oslo Børs (OSEBX)	52

1 Innledning

I første kapittel gjennomgås oppgavens tema, og bakgrunnen for valg av tema. Vi presenterer motivasjon for oppgaven, valgt problemstilling og avgrensing av problemstillingen. I neste kapittel presenteres Norske Skog som selskap og bransjen selskapet opererer i. Etter dette danner kapittel tre en videre struktur for oppgaven.

1.1 Valg av tema

Denne oppgaven er avslutningen på en bachelor i økonomi, ledelse og bærekraft ved NTNU Gjøvik. Valg av oppgave ble styrt av en felles interesse for de økonomiske fagene, samt et ønske om å kombinere dette sammen med strategiske fag og bærekraft. Verdivurdering inneholder mye av dette, og en god verdivurderingsoppgave har elementer fra omtrent hele utdanningen vår. I tillegg måtte kunnskapsområde utvides noe med mer teori om selve verdsettelsesmetodene, og da fikk vi også et element av ny kunnskap inn i selve oppgaven. Valget av oppgavetype ble derfor tatt allerede i høst, men det var vanskelig å finne selskap. Vi hadde noen valgkriterier. For det første måtte selskapet være representert på Oslo Børs, fordi det gjorde informasjonsinnhenting enklere. Deretter ønsket vi at selskapet var innen en sektor som er både bærekraftig og framtidsrettet. Den første planen var å verdivurdere et oppdrettsselskap, men vi fant ut at det var skrevet veldig mange slike oppgaver. Derfor ble sjømatsektoren valgt bort. I den videre jakten falt valget tilslutt på Norske Skog. Dette er et selskap med lange tradisjoner, men som har gjennomgått omfattende restrukturering etter at de gikk konkurs i 2017. Som en del av sin nye strategi, vil selskapet i mye større grad satse på gjenbruk av papp og papir, samt energieffektivisering i produksjonen. Selskapet er derfor interessant i en bærekraftssammenheng, samt det er også representert på Oslo Børs. Videre sjekket vi at det ikke var skrevet andre verdivurderingsoppgaver som var tilgjengelige frem til verdivurdering 4 februar.

Norske Skog er et spennende selskap som har eksistert i mange år, men som nå står i en krevende omstillingsprosess. De har operert i en nedadgående bransje, men forsøker nå å legge om til en mer bærekraftig forretningsmodell. En verdivurdering av dette selskapet vil derfor passe bra som en avslutning på studiet.

1.1.1 Problemstilling

Gjenspeiler aksjekursen på 31,3 kroner pr. aksje datert 4. februar 2021 den underliggende verdien av Norske Skog ASA?

Delproblemstilling:

Bør en investor kjøpe, selge eller beholde aksjene til Norske Skog ASA pr. 4. februar 2021 når avkastning er hovedformålet?

1.1.2 Avgrensning av problemstilling

For at oppgaven skal være tilnærmet virkelighetsnær har vi kun benyttet offentlig tilgjengelig informasjon, og har ikke vært i direkte kontakt med representanter for Norske Skog eller andre med dyptgående kjennskap til selskapet.

Vi har valgt 4. februar 2021 som utgangspunkt for problemstilling, og stopp for informasjonsinnhenting. Denne datoen er valgt ettersom kvartalsrapporten for kvartal 4 2020 ble offentliggjort morgenen 4. februar, og aksjekursen på 31,3 kroner er sluttkursen denne dagen. Daglige aksjekurser siden 19. oktober 2019 vises i vedlegg 1.

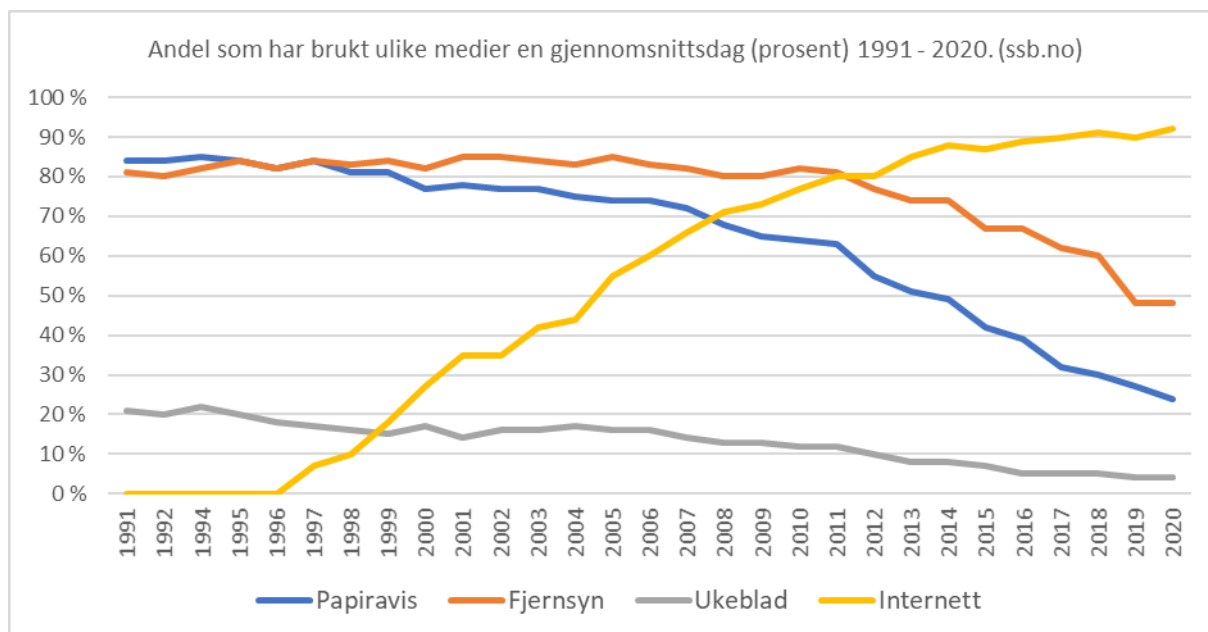
2 Papirindustri og Norske Skog

2.1 Norske Skogs historie

Norske Skog (tidligere Nordenfjeldske treforedling) ble stiftet i mars 1962 som følge av at Norges Skogeierforening og skogeiernes nasjonale næringsorganisasjon ønsket å etablere en bedrift som kunne nyttiggjøre seg norsk tømmer til å skape ytterligere verdier (Norske Skog, 2012). I starten var bedriften i all hovedsak eid av Norske skogeiere og deres foreninger. I september 1966 ble den første papirmaskinen satt i drift ved fabrikk på Skogn i Trøndelag (Bryhn, 2019). Det var da en helt moderne bedrift bygget etter inspirasjon fra særlige finske treforedlingsbedrifter som var verdensledende også den gang. I løpet av de neste tiårene ekspanderte bedriften til å bli Norges største treforedlingsbedrift (Dalen, 2019). Økonomisk var bedriften en suksess, og på 1990 tallet hadde Norske Skog virksomheter på bortimot 20 forskjellige steder i Norge. Verdens papirforbruk var sterkt økende, og selv om det fantes opp og nedkonjunkturer pekte pendelen hovedsakelig oppover. I 1990 var fremdeles Norske Skog en liten aktør i internasjonal målestokk, men i løpet av neste tiår ekspanderte bedriften videre slik at den i begynnelsen av 2000 tallet var blitt en av verdens største avispapirprodusenter. På begynnelsen av 1990 tallet var Norske Skog delaktige i ulike forretningsområder (fiber, papir og bygg), men i slutten av dette tiåret ble hele Norske Skogs virksomhet konsentrert omkring avis og magasinpapir (Norske Skog, 2012). De andre delene ble solgt ut for å finansiere oppkjøp i utlandet. Til tross for stor motstand fra interesseorganisasjoner, ble også kraftverk og skogressurser solgt. Bedriften spesialiserte seg ved å sentrere alle ressursene inn mot papir til avis og magasinmarkedet. Innen starten av 2000 tallet var de altså blitt en av verdens store produsenter innen dette segmentet. (Dalen, 2019). 2000 tallet var preget av endrede medievaner, en tyngende gjeld etter mange oppkjøp, og fra 2010 opplevde selskapet en stadig kamp for å klare de økonomiske forpliktelsene.

2.2 Konkurs, omstrukturering og ny oppstart

På slutten av 2017 ble Norske Skog slått konkurs, og investeringsselskapet Oceanwood kjøpte flere av fabrikkene i 2018 for å videreføre selskapet (Bryhn, 2019). Konkursen førte til at det nye selskapet fikk vesentlig mindre gjeld. Dette gjorde at driften av selskapet kunne fortsette med en slankere organisasjon, men med mange av de gamle ansatte og gammel ledelse.



Figur 2 - Andeler som har brukt ulike medier en gjennomsnittsdag (SSB, 2020)

Her ser vi tydelig hvordan avis- og magasin segmentet synker. I år 2000 brukte 77% av befolkningen mellom 9 og 79 år papiraviser daglig. Nitten år senere hadde denne andelen sunket til 27%. Ukeblader hadde i samme tidsrom en nedgang fra 17% til 4%. I motsatt ende ser vi den enorme økningen i internettbruk hvor 90% av den samme befolkningsgruppen daglig bruker digitale medier, mot 27% i år 2000. Hovedtrendene er helt tydelige på at mediebildet går ifra papir til digitalt.

2.4 Veien framover

Som vi så av Figur 2 er forbruk av avis og magasinpapir synkende, og Norske Skog må endre produksammensetning som en respons. Dette er ledelsen nå i ferd med å gjøre, men det er en krevende prosess. Produksjonsanlegg, produksjonsmetoder og organisasjonsstrukturer skal fornyes, og forhåpentligvis forbedres, slik at dagens og morgendagens kunder tilfredsstilles. I denne endringsprosessen skal vi forsøke å finne de underliggende verdiene i det nye selskapet, samt se på om verdifastsettelsen reflekteres i aksjekursen den 4 februar 2021.

3 Oppgavens perspektiv/metode

3.1 Forskningsmetode

Samfunnsvitenskapelig metode er «en fremgangsmåte, et middel til å løse problemer og komme frem til ny kunnskap» (Oppen, Mørk og Haus, 2020, s. 23). Formålet med oppgaven er å gjøre en teoretisk verdivurdering (løse problem) av Norske Skog på en gitt dato (4. februar 21) som skal resultere i en konkret anbefaling om kjøp, salg eller behold aksjen den gitte datoen (ny kunnskap). Oppgaven handler om å beskrive eksisterende forhold. Da kan man si at formålet er beskrivende der vi skal prøve å finne frem til de underliggende verdiene til Norske Skog (Johannessen, Christoffersen og Tufte, 2011).

3.1.1 Fremgangsmåte:

Deduktiv tilnærming forklarer enkeltfenomener gjennom etablert teori, mens induktiv tilnærming tar utgangspunkt i det empiriske for deretter å utvikle forklaringer og teorier (Oppen, Mørk og Haus, 2020). Abduksjon har elementer fra begge tilnærmingene, og er en god tilnærming når man har et uklart resultat slik vi har i verdifastsettelsen av Norske Skog. Denne oppgaven tar utgangspunkt i etablert økonomisk teori om emnet, som er nært knyttet til det deduktive. I tillegg kommer den induktive delen inn i og med at konkret verdsettelse i noen grad baseres på undersøkt data (Oppen, Mørk og Haus, 2020). Det kan også oppstå når data skal tolkes. For eksempel kan regnskapsdata og strategisk analyse komme til ulike resultat, og da kan den induktive tilnærmingen hjelpe oss med den skjønsmessige vektleggingen av de ulike faktorene.

3.2 Datainnsamling

3.2.1 Forskningsstrategi og datainnsamling

Denne oppgaven er laget som en case studie med det børsnoterte selskapet Norske Skog som case, og hvor analysen er basert på flere analyseenheter (Johannessen, Christoffersen og Tufte, 2011). Innsamling av informasjon har vært på forskningsområdet økonomi. Oppgaven baserer seg på samme premisser som faktisk verdipapirhandel, slik det er beskrevet i markedsmissbruksforordningen (Finanstilsynet, 2021). Det medfører at oppgaven er skrevet basert på offentlig tilgjengelig informasjon for å tilnærme et virkelighetsnært scenario. Verdivurderingen er derfor basert på samme type informasjon som øvrige aksjonærer og mulige investorer har tilgang til.

I første omgang er det brukt lærebøker og annen fagfellevurdert litteratur som bakgrunn for oppgavens teoretiske fundament. Øvrig datagrunnlag er i stor grad informasjon fra Norske Skogs årsrapporter, kvartalsrapporter og pressemeldinger, samt nyhetsartikler og markedsinformasjon. I tillegg er det søkt etter markedsdata og annen finansiell og relevant informasjon som vil belyse Norske Skog og dens omgivelser. Oppgaven baserer seg kun på sekundærdata, og kilder er både kvalitative og kvantitative. De kvalitative kan komme gjennom artikler hvor eksperter gir sin vurdering av selskapet, mens de kvantitative kommer hovedsakelig gjennom regnskapstallene.

Oppgaven har tatt utgangspunkt i sluttkursen fra 4. februar 2021. Dette var sluttkursen som gjaldt første handelsdag etter at Norske Skog offentliggjorde sin kvartalsrapport for 4. kvartal 2020. Vår verdivurdering er derfor basert på informasjon som var tilgjengelig pr. 4 februar 2021. Eventuelle pressemeldinger og nyheter etter dette tidspunktet er ikke hensyntatt i oppgaven.

For regnskapsanalyse er det først og fremst Norske Skogs årsrapporter fra 2017-2019, samt kvartalsrapporter i 2020 som danner datagrunnlaget. Ettersom selskapet gikk igjennom en omstrukturering ifm. konkursen i 2017, anses årsrapportene før dette som lite relevante for selskapets nåværende verdier. Regnskapstall for 2016 er hentet fra årsrapport 2017, da disse er sammenlignbare tall

For strategianalysen er det benyttet en kombinasjon av Norske Skogs egen publiserte informasjon og ekstern informasjon. Viktige datakilder har vært nyhetsartikler om selskapet, bransjen, børsen med mer.

For den komparative analysen har vi primært hentet data fra nettsider som presenterer ferdige data for selskapene vi har valgt å sammenligne.

3.3 Dataanalyse

3.3.1 Analyseverktøy

I denne oppgaven har vi brukt kapitalverdimodellen for å beregne egenkapitalavkastningskravet. I strategidelen har vi brukt PESTEL, Porters 5 krefter, VRIO og SWOT analysene. Excel er brukt for å systematisere regnskap, kontantstrømmer og komparative beregninger.

3.3.2 Vurdering av metodens kvaliteter og begrensninger

Reliabilitet sier noe om de resultatene vi kommer frem til i denne oppgaven er «pålitelige, stabile og reproducerbare» (Oppen, Mørk og Haus, 2020, s. 83) I denne oppgaven har vi

prøvd å finne mye uavhengig informasjon fordi det finnes kilder som ønsker å påvirke verdivurderinger til egen vinning. Derfor har vi prøvd å ta i bruk flere kilder for å oppnå en interreabilitetseffekt (Johannessen, Christoffersen og Tufte, 2011).

Validitet handler om i hvilken grad vi måler det som vi har til hensikt å måle på en tilfredsstillende måte (Oppen, Mørk og Haus, 2020). Klarer vi å finne den virkelige underliggende verdien? I vårt tilfelle har vi brukt verdsettelsesmetoder som er anerkjente, og forsøkt å nøye vurdere kildene som brukes. Likevel må man i en verdsettelsesoppgave av et selskap skaffe dagsaktuell informasjon som ikke nødvendigvis er fagfellevurdert.

Generalitet angir om forskningen fra et prosjekt kan overføres til andre prosjekter (Johannessen, Christoffersen og Tufte, 2011). I denne oppgaven kan deler av strategivurderingene overføres til andre selskaper i samme bransje. Det samme gjelder deler av den komparative analysen, samt den generelle teorien for verdsettelse. Sistnevnte er i all hovedsak basert på lærebøker om emnet. VRIO analysen og regnskapsanalysen er kun for Norske Skog, og dermed lite relevant for andre oppgaver. Denne oppgaven kan derfor ikke generaliseres og brukes direkte i andre verdsettelsesoppgaver.

3.4 Oppgavens videre struktur

I denne oppgaven benyttes fundamental analyse som hovedtema, ettersom vi ønsker å undersøke hvorvidt de underliggende verdiene i Norske Skog er representert i aksjekursen. Komparativ analyse brukes deretter for å gi økt innsikt i hvordan markedet vurderer Norske Skog.

For den fundamentale analysen gjennomføres først en strategianalyse der vi ser på interne selskapsfaktorer og eksterne bransjefaktorer. Dette oppsummeres i en SWOT-analyse og vil gi input til fremtidsprognosen.

Etter strategianalysen foretas en regnskapsanalyse der vi vurderer regnskapene fra år 2016-2020. I regnskapsanalysen gjøres en analyse av resultatregnskap og balanse, og man gjør en vurdering av selskapets finansielle stilling. Regnskapsanalysen danner også grunnlaget for oppstilling av fremtidsprognosen

For å kunne beregne en nåverdi av fremtidige kontantstrømmer må markedets avkastningskrav estimeres. Dette gjøres i kapittel 7, gjennom beregning av vektet kapitalkostnad som grunnlag for et totalavkastningskrav.

Etter å ha gjennomført en strategianalyse, regnskapsanalyse og estimert avkastningskrav vil vi forsøke å prognostisere fremtidige kontantstrømmer. Her forsøker vi å lage en fremtidsprognose basert på informasjonen fra strategianalyse og regnskapsanalysen. Fra fremtidsprognosen estimeres fremtidige kontantstrømmer, og disse diskonteres med avkastningskravet for å finne nåverdien eller selskapsverdien. Ved deretter å trekke fra netto finansiell gjeld finner vi verdien av egenkapitalen. Denne fordeles på antallet aksjer slik at vi får vår estimerte aksjekurs.

Etter dette vil vi gjennomgå ulike mulige sensitivitetsscenarioer, og estimere hvordan disse påvirker aksjekursen.

I kapittel 10 vil vi gjøre en komparativ analyse av Norske Skog mot relativt sammenlignbare selskaper, for å vurdere hvordan markedet vurderer selskapet.

Til slutt gjennomgås funnene, og en investoranbefaling fremsettes basert på disse.

4 Teori (Verdsettelsesmodeller, strategi-teori, finansiell teori)

4.1 Ulike verdsettelsesmodeller

Ifølge Kaldestad og Møller (2016) gjøres verdivurderinger av flere ulike formål. Dette kan for eksempel være skattemessige og regnskapsmessige formål, kjøp og salg av virksomheter\eiendeler, investeringsanalyser og verdipapirhandel. Begrepet verdi kan omhandle både salgsverdi og bruksverdi (Kaldestad og Møller, 2016). I denne oppgaven benyttes begrepet verdivurdering i kontekst av å fastsette en verdi på et børsnotert selskap.

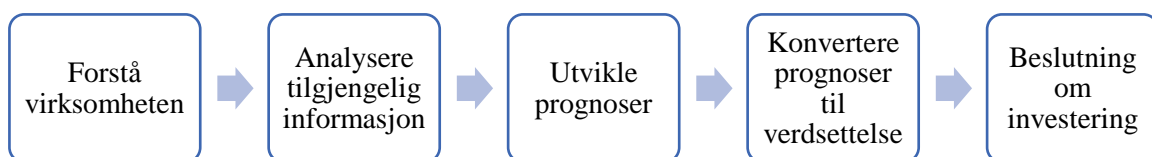
Damodaran (2012) beskriver tre ulike hovedmetoder for verdsettelse av selskap. Dette er fundamentale (kap. 4.2), komparative (kap. 4.4) og opsjonsbaserte verdsettelsesmetoder. Opsjonsbasert tilnærming tar utgangspunkt i verdien av å inneha en opsjon eller rettighet. Dette kan for eksempel være mulighet, men ikke plikt, til å utvinne en råvare. (Kaldestad og Møller, 2016). Opsjonsbasert tilnærming blir ikke videre benyttet i oppgaven.

4.2 Fundamental verdsettelse

Penman (2013, s.98) definerer fundamental verdsettelse som ”..en metode for å analysere informasjon, prognostisere kontantstrømmer (payoffs) fra informasjonen, og fastsette en verdivurdering basert på prognosene.” Penman har også beskrevet et rammeverk for hvordan dette kan gjøres.

4.2.1 Rammeverk for fundamental analyse

Penmans rammeverk for fundamental analyse består av fem ulike steg, vist i Figur 3.



Figur 3 – Penman (2013, s. 85) rammeverk for fundamental analyse

Det første steget er å forstå virksomheten, og dette er en forutsetning for å kunne gjennomføre en analyse. Hovedformålet med steget er å forstå forretningsmodellen til selskapet, firmaets omgivelser, og kunne forklare firmaets konkurransefortrinn. Dersom man ikke kjenner selskapet eller bransjen fra før medfører dette steget sannsynligvis mye informasjonsinnhenting.

Det neste steget er å analysere tilgjengelig informasjon. Dette handler primært om gjennomgang av regnskapstall, men all tilgjengelig informasjon kan være relevant. Dette er eksempelvis kvartalspresentasjoner, bærekraftsrapporter, nyheter, intervjuer, teknologiske framskritt eller markedsundersøkelser. Penman påpeker at det er vesentlig å identifisere hvilken informasjon som faktisk er relevant for verdifastsettelsen. I dette steget gjennomgås regnskapene i detalj, og man forsøker å ekstrahere den viktigste informasjonen. Det er også vesentlig å vurdere hvorvidt regnskapstallene gir et korrekt bilde av virksomheten. Eksempelvis kan regnskapet inneholde ekstraordinære inntekter som kun skjer en gang, og derfor ikke kan tas med i en fremtidsprognose.

Det tredje steget er å utvikle prognoser. Formålet er å prognostisere årlige frie kontantstrømmer som genereres av selskapet. Ifølge Bøhren og Gjærum (2016) kan et selskap anses som summen av kontantstrømmer fra mange ulike prosjekter. I Penmans rammeverk presiseres det at en først må bestemme hvilken teknikk man skal benytte for å måle framtidig inntjening, for eksempel dividende-modellen, diskontert kontantstrøm til egenkapital eller diskontert kontantstrøm til total kapital. Fri kontantstrøm og total kapitalmetoden utledes videre i 4.2.2

Det fjerde steget er konvertering av prognoser til verdsettelse. Kontantstrømmene som ble beregnet i steg tre diskonteres til nåverdi slik at en investor skal kunne sammenligne verdien med andre mulige investeringer. Ettersom framtidige kontantstrømmer er basert på en prognose vil det alltid være en risiko for at kontantstrømmene ikke oppnås. Den diskonterte verdivurderingen må ta hensyn til risiko igjennom et avkastningskrav.

Det femte steget er selve investeringsbeslutningen. En ekstern analytiker vil sammenligne prisen (for eksempel aksjeprisen) med verdivurderingen man framkom til i steg fire. Dersom prisen er lavere enn verdien kan dette gi en kjøpsanbefaling, og tilsvarende kan en salgsanbefaling bli gitt dersom prisen er høyere enn verdien. Dersom pris og verdi er tilnærmet likt kan en hold-anbefaling benyttes.

4.2.2 Diskontert kontantstrøm til total kapitalen.

Kaldestad og Møller (2017, s 70) definerer fri kontantstrøm som «netto kontantstrøm generert av underliggende drift. Dette er kontantstrømmen som er tilgjengelig for kreditorer og aksjonærer og som vil bli benyttet til å betale renter, avdrag på lån og utbytte».

4.2.2.1 Fri kontantstrøm til totalkapitalen

Fri kontantstrøm til totalkapitalen estimeres basert på faktiske regnskapstall, men med nødvendige justeringer som identifiseres i strategisk og regnskapsmessig analyse (Kaldestad og Møller, 2016). For eksempel kan et selskap i vekst ha vesentlig høyere forventede salgsinntekter enn det som vises i regnskapene, og dette må da hensyntas når man estimerer fri kontantstrøm. For estimering av fri kontantstrøm til totalkapitalen kan følgende uttrykk for fri kontantstrøm brukes (Kaldestad og Møller, 2016).

$$\text{Fri kontantstrøm} = \text{EBIT} - \text{Skatt} + \text{Avskrivninger} - \text{Investeringer} + \Delta \text{Arbeidskapital}$$

Beregningen av fri kontantstrøm baserer seg ofte på å estimere fremtidig kontantstrøm i en eksplisitt periode og en terminal periode. Den eksplisitte perioden vil være den perioden der veksten er ustabil, og det kan skje større endringer i regnskapet. I terminal periode forutsetter man at selskapet har blitt stabilt nok til at det vil generere en fast kontantstrøm i uendelig tid framover. Dette er naturlig nok en urealistisk forutsetning, men som benyttes for å kalkulere endelig verdi.

4.2.2.2 Diskontering av fri kontantstrøm

Etter at fremtidige frie kontantstrømmer er beregnet må disse diskonteres for å finne nåverdien av disse (Kaldestad og Møller, 2016). Man benytter et avkastningskrav som diskonteringsfaktor. For å diskontere kontantstrøm til totalkapitalen benyttes et totalavkastningskrav som gjennomgås i kap 4.3.7

Uttrykket for nåverdi av kontantstrøm til totalkapitalen kan presenteres slik (Kinserdal, 2017)

$$\text{Nåverdi FKS til totalkapitalen} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC-g} * \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Der

WACC = Totalavkastningskrav (Weighted average cost of capital)

FCFF_t = Fri kontantstrøm til totalkapitalen i år t

FCFF_{n+1} = Fri kontantstrøm til totalkapitalen i år 1 etter eksplisitt periode

g = Vekstfaktor i terminalperioden

n = Siste år av eksplisitt periode

Vi ser at det er to ledd i uttrykket. Den første delen representerer den eksplisitte perioden, og den siste delen den terminale perioden. Terminalverdien beregnes ved hjelp av Gordons vekstformel, og diskonteres deretter med avkastningskravet.

Oppsummert er det altså tre beregninger som må gjennomføres for å finne nåverdien av selskapets fremtidige kontantstrømmer til totalkapitalen. Først må årlig fri kontantstrøm estimeres. Deretter må avkastningskravet estimeres. Til slutt må årlige kontantstrømmer diskonteres med avkastningskravet.

Diskontert kontantstrøm til totalkapital skiller seg fra for eksempel kontantstrøm til egenkapital ved at man tar hensyn til finansieringsmetoder, og baserer diskonteringen på et totalavkastningskrav (Kinserdal, 2017). For fri kontantstrøm til egenkapital ville man benyttet et egenkapitalavkastningskrav framfor totalkapitalavkastningskrav. Teoretisk bør begge metoder gi samme estimat på aksjeverdien, gitt at man bruker samme informasjon som input (Kinserdal, 2017).

4.3 Avkastningskrav for verdsettelse

For å kunne diskontere kontantstrømmene er det behov for et avkastningskrav for totalkapitalen. For å finne dette benyttes vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad, eller WACC (Kaldestad og Møller, 2016). WACC består av et avkastningskrav for gjeld og et avkastningskrav for egenkapital.

4.3.1 Gjeldsavkastningskrav

Avkastningskravet for gjeld er det samme som selskapet må betale i renter til sine kreditorer (Kaldestad og Møller, 2016). Det er vanlig å benytte tilsvarende rente som på utestående obligasjonslån eller rente på banklån, men det kan også være et alternativ å estimere nye forventede lånerenter dersom selskapet er i en annen posisjon enn ved tidligere låneopptak

4.3.2 Egenkapitalavkastningskrav

Egenkapitalavkastningskravet er verdien som investorer setter som et minimum til avkastning, og dette nivået skal også si noe om hvilken avkastning man alternativt kan få ved å plassere sin kapital andre plasser med tilnærmet lik risiko. Dette kan estimeres igjennom kapitalverdimodellen, men også med tillegg av andre premier og rabatter som småbedriftspremie og likviditetsrabatt (Kaldestad og Møller, 2016)

4.3.3 Kapitalverdimodellen

Ifølge Kaldestad og Møller (2016) er kapitalverdimodellen (KVM) den mest vanlige prisingsmodellen for å finne avkastningskravet til en bedrifts egenkapital, det vil si bedriftens aksjonærer. En av forutsetningene bak modellen er at investorene prøver å minske risikoen, noe de kan gjøre ved å diversifisere investeringene sine. På den måten kan man få vekk den usystematiske risikoen som er knyttet til en bedrift, og aksjeeierne har da mulighet til å kun

sitte igjen med den systematiske risikoen som er knyttet til markedet alene. KVM tar likevel noen forutsetninger som er vesentlige (Bøhren og Gjærum, 2016), blant annet at alle investorer er diversifiserte slik at bedriftsspesifikk risiko er eliminert i avkastningskravet.

For å beregne egenkapitalavkastningskravet igjennom KVM må man estimere risikofri rente, egenkapitalsbeta og markedets risikopremie. Dette kan uttrykkes slik

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_M) - R_f)$$

$E(R_i)$ = Forventet avkastning for i

R_f = Risikofri rente

β_i = Beta

Markedets risikopremie = $E(R_M) - R_f$ =

4.3.4 Risikofri rente

Ifølge Bøhren, Michalsen og Norli (2017) er risikofri rente den avkastningen man kan få som investor uten risiko for å tape penger. Det mest vanlige for fastsettelse av den risikofrie renten er å benytte statsobligasjoner med en løpetid på 10 år (Bøhren, Michalsen og Norli, 2017, s. 370). Det forutsettes at landets økonomi er stabil og at valutaen er den samme i både obligasjonen og selskapet man skal verdsette.

4.3.5 Egenkapitalsbeta

Beta er et mål på en aksjes systematiske risiko sammenliknet med markedsporteføljen, og sier noe om i hvilken grad aksjens avkastning har samvariasjon med markedsporteføljens avkastning (Kaldestad og Møller, 2016). Dette kan uttrykkes som kovariansen mellom aksjen og markedet delt på variansen i avkastningen til markedsporteføljen.

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_M)}{Var(R_M)}$$

Der r_i er aksjens avkastning, og r_m står for markedets avkastning. Kovariansen måler i hvilken grad bedriftens avkastning og markedets avkastning beveger seg i samme retning

Ifølge Kaldestad og Møller vil beta lik 1 betyr at aksjen har tilsvarende risiko og forventet avkastning som markedsporteføljen. Ved beta mindre enn 1 betyr det at aksjen er mindre risikabel enn markedsporteføljen, og ved verdier over 1 betyr det at aksjen er mer risikabel enn markedsporteføljen. Dersom det ikke er noen samvariasjon vil beta bli 0. En negativ beta tilsier at aksjen svinger i motsatt retning av markedet.

4.3.6 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie defineres som differansen mellom forventet meravkastning i aksjemarkedet og risikofri rente (Bøhren, Michalsen og Norli, 2017). Det finnes ulike tilnærminger for å fastsette denne, men ettersom risikopremie forsøker å fastsette fremtidig meravkastning er ingen av modellene helt nøyaktige.

Den første tilnærmingen er å ta utgangspunkt i historisk risikopremie. For det norske kapitalmarkedet finnes data for perioden 1976 til 2015 som viser et gjennomsnitt på 6,4%. Dette inkluderer store variasjoner, alt fra -1,3% til 13,3% (Bøhren, Michalsen og Norli, 2017 s.370) Historiske tall er altså ingen garanti for framtiden. En annen tilnærming er å ta utgangspunkt i en vekstmodell basert på nåværende børsverdier (Kaldestad og Møller 2016, s.168). Denne modellen gir en risikopremie basert på fremtidsforventinger, men kan gi en volatil risikopremie ettersom den er basert på børskurser.

En tredje tilnærming kan være spørreundersøkelse blant investorer og akademikere (Kaldestad og Møller, 2016). Dersom man velger respondenter som er representative for markedet kan dette være en god tilnærming. I en norsk undersøkelse gjennomført av PWC (PWC, 2020) uttrykker også respondentene behovet for en småbedrifts-premie ved fastsettelse av markedets risikopremie.

4.3.7 Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC)

Med kapitalverdimodellen har vi funnet avkastningskravet til egenkapitalen. For å finne avkastningskravet for totalkapitalen slår man sammen avkastningskravet til egenkapital og gjeld, og vekter dette (Kaldestad og Møller, 2016). Deretter blir gjeldsavkastningskravet korrigert for skattefradrag på rentekostnader. Uttrykket for WACC kan presenteres slik

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

Hvor

$R_e =$	egenkapitalkostnad
$E =$	markedsverdi av selskapets egenkapital
$R_d =$	gjeldskostnad
$t =$	nominell skattesats
$D =$	selskapets gjeldsverdi
$E + D =$	selskapets totalkapital

Uttrykket består av tidligere gjennomgått avkastningskrav for egenkapital og for gjeld. Disse vektes deretter basert på fordelingen av totalkapitalen i selskapet, og summeres. Ved å vekte avkastningskravet basert på fordelingen mellom egenkapital og gjeld får man et godt uttrykk for den totale kapitalkostnaden for selskapet.

4.4 Komparativ analyse

En annen metode for verdsettelse er komparativ analyse (Kaldestad og Møller, 2016). Denne metoden skiller seg fra fundamental analyse ved at man beregner forholdet mellom ulike parametere, som for eksempel resultatet og egenkapitalverdi, og deretter sammenligner dette mot andre selskaper. Dette forholdstallet mellom ulike parametere kalles ofte multipler. Fordelen med komparativ verdsettelse er at den i utgangspunktet trenger mindre informasjons innhenting sammenliknet med kontantstrømmetoden.

Ifølge Kaldestad og Møller kan de mest benyttede multiplene kan deles i to kategorier, hhv multipler basert på egenkapital (f.eks. pris/bok) og multipler basert på selskapsverdi (f.eks. selskapsverdi/EBITDA) Disse multiplene blir gjennomgått i større grad i stipittel 10.2.

Det er to sentrale faktorer som er vesentlige for at sammenlikningen skal ha høyest mulig kvalitet. For det første bør man benytte multipler som tar utgangspunkt i standardiserte faktorer som salg, inntjening og bokført verdi. For det andre er det viktig at sammenlikningen skjer mot et tilsvarende selskap i samme bransje.

En mulig svakhet ved komparativ analyse er at metoden forutsetter at markedet vurderer aksjeverdiene rett (Kaldestad og Møller, 2016). En feilprising av totalmarkedet vil også føre til en feilprising av den enkeltaksjen som skal vurderes.

En annen svakhet er at det kan være vanskelig å finne selskaper som faktisk er sammenlignbare. Selskapene kan ha sin egen livssyklus og kan ha ulikheter i risiko, kontantstrømmer, vekst, størrelse med mer (Bøhren, Michalsen og Norli, 2017). Hvis det er ulik risiko eller vekst bør man være obs på dette i forbindelse med tolkning av resultatene (Kaldestad og Møller, 2016).

5 Strategisk analyse

Strategisk analyse er en del av både steg en (innhente informasjon) og steg to (analysere informasjon) i Penmans rammeverk, og benyttes sammen med regnskapsanalyse som utgangspunkt for steg tre (utvikle prognoser).

Selve den strategiske analysen deles inn i to hovedgrupper, ekstern og intern analyse.

I den eksterne skal vi se på Norske Skog sine omgivelser og konkurransemessige forhold. Omgivelsenes makroforhold gjøres gjennom en PESTEL analyse hvor man prøver å få en oversikt over Norske Skog og bransjen den er en del av. Deretter skal vi gjennom Porter 5 krefter gå gjennom en bransjeanalyse. Sammen utgjør disse delene muligheter og trusler i SWOT analysen. Det sentrale her blir å se om Norske Skog opererer i en bransje som er spesielt gunstig, og hvordan omgivelsene påvirker fremtidig verdiskapning for selskapet.

I den interne analysen skal vi gjennom en VRIO analyse se på Norske Skog og vurdere om bedriften er i besittelse av spesielle konkurransefortrinn. Her kommer vi frem til styrker og svakheter i SWOT analysen,

Hovedfokuset for den strategiske analysen er å se om Norske Skog er i en bransje med høy lønnsomhet, og om Norske Skog har interne og eksterne ressurser som gir dem et potensiale for fremtidig økonomisk vekst (Kaldestad og Møller, 2016).

5.1 Ekstern analyse \ PESTEL

I en PESTEL analyse ser vi på Norske Skog sine makroøkonomiske forhold gjennom politiske, økonomiske, sosiokulturelt, teknologiske, miljømessige og legale forhold (Fjeldstad og Lunnan, 2018). Her skal vi ifølge Penman prøve å forstå Norske Skog sine omgivelser slik at vi får et utgangspunkt til å fastsette fremtidige kontantstrømmer. Vi vil nå gå gjennom de ulike delene i analysemetoden.

5.1.1 Politiske faktorer

Samarbeid med myndighetene lokalt og nasjonalt: Norske Skog har hovedsete i Norge hvor to av fabrikkene holder til (Skogn og Halden). I tillegg har de to til i Europa, Bruck i Østerrike og Golbey i Frankrike, samt i Australia og New Zealand. Alle disse landene er preget av politisk stabilitet og fabrikkene er viktige for sine nærmiljø både i form av arbeidsplasser, samtidig som de nyttiggjør trevirke som naturressurs (Norske Skog, 2020a). De har i tillegg eksistert som arbeidsplasser i mange tiår, og er på mange måter en form for

hjørnesteinsbedrifter i sine lokalmiljø. Bedriftens samhandling med de lokale og nasjonale myndighetene er viktige for å sikre gode rammevilkår og et godt samarbeidsklima.

Nasjonale og internasjonal politisk innflytelse: I årsrapporten for 2019 ble FN sine klimamål sterkt vektlagt, og miljøfokus har en sentral plass i den fremtidige strategien. Flere av fabrikkene har, eller holder på med å installere energigjenvinningsanlegg som skal minske papirproduksjonens karbonavtrykk (Norske Skog, 2020a). Politisk er miljøaspektet viktig i alle de landene som Norske Skog har fabrikk, og lokalbefolkningen omkring fabrikkene er også opptatt av minst mulig forurensning. Landenes politiske ledelse legger også føringene for Norske Skog sine rammevilkår. Miljøvern og FN sine bærekraftsmål har fått en sentral plass i landene som Norske Skog opererer. Papirproduksjon er avhengig av ressurser som trevirke, kjemikalier og strøm for å kunne fungere. Politisk kan myndighetene i de ulike landene som selskapet har fabrikk i sette begrensninger i hvor mye trevirke som kan felles, og på hvilken måte det kan gjøres. Slike tiltak kan fort føre til endringer i råvareprisen. På samme måte vil politiske valg påvirke strømprisene. Norge har tradisjonelt hatt blant Europas laveste strømpriser, men vi har sett større utjevning av prisforskjellene etter at vi nå har fått strømførende sjøkabler som knytter Norge sammen med land som Nederland, Tyskland og Storbritannia. Europas strømføringsnett bindes tettere sammen. Da kan en av konkurransefordelene med lavere energipris forsvinne for Norske Skog sine norske fabrikk (Kirknes, 2019).

5.1.2 Økonomiske faktorer

Pandemien: Covid-19 skaper store økonomiske utfordringer for verdensøkonomien. Mange land har igangsatt store stimuleringspakker for å motvirke den reduserte økonomiske aktiviteten på mange områder. For Norske Skog sin papir og magasinproduksjon har imidlertid Covid-19 hatt en negativ innvirkning med redusert salg (Norske Skog, 2021). Det begynner å bedre seg igjen for siste kvartal, men denne delen av konsernet skal i utgangspunktet finansiere deler av nysatsingen innen miljøvennlig emballasje, energigjenvinningsanlegg og nye biokjemiske produkter.

Variasjoner i råvareprisene og ferdigproduktet: Norske Skog kjøper i all hovedsak råmaterialene sine. Både tømmer og strømpriser kan variere mye, selv om selskapet har inngått langsiktige kontrakter for å motvirke de store svingningene. Likevel vil man kunne få noen variasjoner. Ferdigvaren som i dag i all hovedsak er papir svinger også i pris, slik at lønnsomheten for Norske Skog påvirkes av prisen på varer inn og ut. I og med at Norske Skog er et internasjonalt selskap som både kjøper og selger internasjonalt vil endringer i ulike

valutaer påvirke lønnsomheten. Endringer i råvarepriser, ferdigvarepriser og valuta kan samlet ha stor påvirkning for lønnsomheten.

Renten: Renten er for øyeblikket veldig lav, og ting kan tyde på at den også blir lav lang tid framover (Norges Bank, 2021a). Covid-19 har ført til store økonomiske utfordringer i verdensøkonomien, og mange land har lånt mye penger for å motvirke fallet i BNP som kom etter den massive nedstengningen over hele verden i 2020. Dette har delvis fortsatt inn i 2021, og det blir spennende å se hvilke økonomiske utfall dette får. Lav rente har sine negative sider også. Det kan føre til at det oppstår bobler i økonomien. I Norge så vi en nedgang i aksje og boligpriser helt i starten av pandemien, med siden den tid har vi sett en stor verdiøkning begge plasser. Det lave rentenivået har trolig en stor innflytelse her (Opstad, 2015). Norske Skog vil i årene framover ha behov for investeringskapital for å endre produktporteføljen sin, og derfor kan lave renter være en fordel.

5.1.3 Sosiokulturelle faktorer

Digitalisering: Norske Skogs hovedmarked i dag er i Europa, Australia og New Zealand. Alle disse områdene har en aldrende, men pengesterk befolkning. Den eldre delen av befolkningen leser fremdeles mye avviser og magasiner, men blant de yngre skjer informasjonshenting i stor grad gjennom digitale medier. Den store mediaforandringen begynte i 2007 når Apple lanserte iPhone som førte til en revolusjon i måten mennesker kommuniserer med hverandre. Omtrent på samme tiden begynte de økonomiske utfordringene for det opprinnelige selskapet Norske Skog. Da mobiltelefonen omtrent ble til en bærbar datamaskin førte det med seg en helt ny måte å få tak i informasjon på. I takt med utbyggingen av det mobile bredbåndet ble nettaviser, epost og annen digital informasjons innhentning mer vanlig. Covid-19 har forsterket denne trenden. Nå er digital undervisning blitt dagligdags over store deler av den moderne verden, og ansatte har jobbmøter digital. På samme måte kommer stadig mer av offentlig informasjon digitalt. Selvangivelse og jobbsøknader sendes elektronisk. Pasienters journaler er elektroniske. Listen over områder hvor den sosiale samhandlingen og informasjonsutvekslingen går ifra papir til elektronisk er altså lang. Norske Skog ser også disse endringene som er årsaken til nedgangen i deres hovedprodukt (SSB, 2020).

Kunnskapssamfunn og markedstilganger: Digitaliseringen muliggjør i stor grad kunnskapsoverføring mellom ulike mennesker og ulike land. Det gjør også at konkurransen blir mer global i og med at trender, moter og ny teknologi kan spres veldig fort. Som kunde har man tilgang til produkter fra hele verden. Samtidig blir produsentene stadig større, og flere aktører i en verdikjede samarbeider ofte. For Norske Skog som en enkeltstående

produsent kan markeder være utilgjengelige. Eksempelvis øker matvarekjeder stadig den vertikale kontrollen i verdikjeden (Kongsnes, 2020). Det kan på sikt stenge ute enkeltstående produsenter, eller presse prisene på produktene i stor grad.

5.1.4 Teknologiske faktorer

Norske Skog sin grunnressurs: Teknologien har endret måten vi mennesker kommuniserer med hverandre på, og har på mange måter knyttet verden mye tettere sammen. Informasjon er i dag mye lettere tilgjengelig, og teknologiske nyvinninger kan lett kopieres så lenge det ikke er tatt patent på det. For et selskap som Norske Skog er papirsektoren en industri som har en form for barrierer før man kan delta i konkurransen. Oppbyggingen av fabrikkene og infrastrukturen for å produsere papir gjør at det kan være krevende å være ny i denne konkurransen. Trolig var det derfor det hedgefondet Oceanwood ønsket å ta over selskapet. Formålet bak et hedgefond er å tjene mest mulig penger. Med dette kjøpet beskytter de de operative selskapene, og gir Norske Skog en mulighet til å bygge en ny forretningsmodell basert på de fabrikkene og kunnskapen som de ansatte allerede er i besittelse av (Kvale, 2018). Det kan være et tegn på at Norske Skog sine fabrikker og ansatte ansees som verdifulle, og som på sikt kan gi en økt økonomisk gevinst.

Endringer av produktsortiment: Utvidelsen av papirproduksjon til emballasjeproduksjon er relativt nært beslektet teknologisk, som vist i figur 1 (Røtnes et al, 2020). Norske Skog har imidlertid også ambisjoner om å øke verdiskapningen innen miljøvennlige biokjemiske produkter som kan erstatte skadelige og forurensende produkter som finnes i dag. Dette er et område som det forskes mye på og som kreves inngående teknologiske og kunnskapsbaserte ferdigheter. Trolig har Norske Skog lite kunnskaper innen dette feltet i og med at de har kjøpt seg inn som en av de største eierne i det australske biokjemiselskapet Circa. Dette selskapet har trolig kunnskaper som kan være nyttige for Norske Skog, samtidig som Norske Skog besitter treforedlingsressurser som Circa har behov for som råmateriale. Det globale markedet anslås til over 3300 milliarder euro årlig, og det er ventet en dobling innen 2030 (Bøhren, 2021).

5.1.5 Miljømessig:

Bærekraftig produksjon: FNs bærekraftsmål er en felles målsetting som alle medlemsland i FN skal arbeide mot (FN, 2021). Den implementeres i økende grad i mange lands lovverk, og Norske Skog har viet omtrent halve årsrapporten i 2019 til å gjennomgå flere utvalgte mål for å vise hva de som selskap gjør for å nå bærekraftsmålene. Alle landene som Norske Skog har

fabrikker i, jobber aktivt for å lage rammebetingelser for bedrifter som tar hensyn til disse målene.

Norske Skog prøver med sin nye strategi å tilpasse denne nye virkeligheten. De har, eller holder på med å bygge energigjenvinningsanlegg som skal bedre råvarenes utnyttelsesgrad. Deler av papirproduksjonen vil endres til å produsere miljøvennlig emballasje som skal erstatte mer forurensende plastemballasje. I emballasjeproduksjonen som planlegges legges det opp til å bruke mye resirkulert papir slik at man også her tenker miljø. Dessuten ønsker de å være med i utviklingen av mer miljøvennlige biokjemiprodukter gjennom sitt deleierskap i selskapet Circa. For Norske Skog er det viktig å poengtere at tremassen de bruker er fornybar og kommer fra bærekraftige produsenter. I dag er det et problem at mye regnskog ødelegges fordi papirindustrien trenger trevirke (Regnskogfondet, 2021)

5.1.6 Legale

Miljøet: I alle landene som Norske Skog har fabrikker i eksisterer det ordnede forhold som gir bedriften rammebetingelser gjennom et lovverk som beskytter både miljøet, de ansatte og konkurranseforholdene mellom ulike bedrifter. I dagen mediesamfunn vil eventuelle brudd på noen av disse lovene kunne føre til negativ omtale. FNs bærekraftsmål vil da kunne brukes mot Norske Skog som i sin årsrapport for 2019 har brukt mye arbeid på å vise i hvor stor grad bedriften prøver å etterleve disse målene (Norske Skog, 2020a).

Arbeidsforhold: I Norge har vi en arbeidsmiljølov som i stor grad beskytter de ansatte. I årsrapporten for 2019 ser man at Norske Skog vektlegger ryddige arbeidsforhold for alle ansatte på fabrikkene. Det kommer også frem hvor mange ansatte som er kvinner (12%) (Norske Skog, 2020a). Norske Skogs fabrikker er viktige i lokalmiljøene, og det er klart at de ansattes arbeidsforhold er viktige når man skal ha et godt samarbeidsklima med lokale og nasjonale myndigheter.

5.2 Bransjeanalyse (Porters 5 krefter)

Denne analysen vil få frem konkurranseintensiteten i bransjen som Norske Skog opererer i, og forhandlingsstyrken som er omkring selskapet (Fjeldstad og Lunnan, 2018). Er konkurransen veldig hard, vil det svekke lønnsomheten i bransjen. Målet med denne analysen er å finne de viktigste konkurransekraftene og driverne bak bransjens lønnsomhet (Kaldestad og Møller, 2016).

5.2.1 Kundenes forhandlingsstyrke:

Papirsegmentet: Hvem er kundene til Norske Skog? Tradisjonelt har det vært ulike mediehus som har trykket aviser, magasiner og reklamemateriell som har vært hovedkundene. I dette synkende markedet har det i lange tider vært en overproduksjon av produktet som Norske Skog leverer. I 2019 var ca. 98% av Norske Skog sine inntekter fra salg av avis og magasinpapir (Norske Skog, 2020a). Kundene har i stadig større grad samlet seg for å bedre innkjøpsbetingelsene. I Norge er Papirkjøp AS et eksempel på dette. Det ble startet i 1993 som en samlebedrift for innkjøp av avis og magasinpapir til de store mediebedriftene. Eierne av dette selskapet er Mediebedriftenes Landsforening (Proff, 2021). Formålet med Papirkjøp AS er å få innkjøpsfordeler ved å stå samlet. For Norske Skog kan det presse salgspisene, men langsiktige kontrakter har også fordeler. Produksjonen kan da lettere planlegges slik at man får stordriftsfordeler, og en jevn produksjon som igjen kan føre til lavere driftskostnader.

I 1998 kjøpte Papirkjøp AS 192000 tonn avisepapir for å dekke mesteparten av det norske behovet. I 2017 kjøpte de 72000 tonn (Jensen, 2017). Dette sier noe om i hvilken grad markedet har blitt redusert.

Nye produkter: I den nye strategiplanen ønsker å Norske Skog å utvide produktsortimentet slik at de planlegger å bygge om deler av fabrikkene i Frankrike og Østerrike. Målet er at de i løpet av 2023 kan starte med å produsere miljøvennlig emballasje (Norske Skog, 2020b). Dette blir et nytt marked for Norske Skog som de forventer vil kunne gi selskapet en fremtidig positiv EBITDA. De nye maskinene som installeres skal være blant de mest kostnadseffektive maskinene på markedet, og selskapet forventer at deres kunnskaper som avis og magasinprodusent i stor grad kan overføres til emballasjeproduksjon (Norske Skog, 2021). Selv om markedet er økende, vil antall produsenter også øke nå som Norske Skog kommer inn i dette markedet. For kundene vil det bety flere tilbydere og dermed flere valgmuligheter, og kanskje lavere priser. Presses prisene kan det bety lavere inntjeningspotensial for Norske Skog.

Biokjemiske produkter er også planlagt, og Norske Skog er blant de største eierne i selskapet Circa. Selskapet har patent på produksjon av miljøvennlige biokjemikalier og løsemidler gjennom å bruke restavfall fra sagbruk og papirfabrikker (Bøhren, 2021). Prisingen av dette vil avhenge av etterspørselsbehovet, miljøaspektets innflytelse, og i hvilken grad forbrukerne ser nytten av det.

5.2.2 Leverandørens forhandlingsstyrke:

Tømmer: Tømmer er hovedmaterialet for Norske Skog. Selskapet eier ikke tømmeret selv, men kjøper det på det på markedene i nærheten av fabrikkene. De norske fabrikkene har i all hovedsak brukt norsk tømmer. I 2017 var det i Norge mangel på dette materialet, og papirmaskinen i Halden måtte i det året stanse flere ganger på grunn av mangel på tømmer (Aakre, 2018).

Norske Skog er en av Norges største innkjøpere av tømmer, og prøver i noen sammenhenger å legge press på skognæringen slik at de øker mengden tømmer som kuttes årlig samtidig som prisene holdes lavest mulig. Det er viktig for et selskap som Norske Skog som konkurrerer på det internasjonale markedet at de får råvarene til en konkurransedyktig pris. Indirekte ligger det en trussel om at da kan selskapet i tiden framover velge å øke kapasiteten på de utenlandske fabrikkene på bekostning av de Norske. Prisene på tømmer varierer. Ifra 2019 til 2020 sank prisene med 14%, og det er klart at slike endringer får betydning for en bedrift som Norske Skog. I neste omgang kan prisene øke, og da vil driftsmarginene reduseres (Steinset, 2021).

Tømmer blir av mange sett på som en bærekraftig ressurs i og med at man kan plante nye trær etter hvert som man hogger fullvokste. Det innebærer imidlertid at man ikke hogger mer enn tilveksten er. Tilveksten i Norge er på ca. 25 millioner kubikkmeter årlig, hvorav omtrent halvparten hugges. Potensialet for ytterligere hogst er absolutt tilstede (Sverderup-Thygeson, 2016).

Det er imidlertid ting som kan tyde på at etterspørselen etter tømmer blir økende i årene fremover. Det norske selskapet Beyonder har utviklet en batteriløsning hvor skogavfallsrester er en av ingrediensene (Mullis, 2020). Skogmasse er en verdifull ressurs som ikke minst den norske bedriften Borregaard benytter seg av. De kan utnytte opptil 90% av tømmeret til salgbare produkter. Resten brukes til å lage energi til å drifte selve anlegget. Tømmer er en fornybar ressurs som med dagens teknologi kan brukes til å lage omtrent alt det som olje kan lage i dag (TenkTre, 2020).

Strøm: Strøm er en viktig ressurs for å kunne produsere papir. Norske Skog har inngått en langsiktig strømvartale med Statnett for de to fabrikkene som holder til i Norge. Avtalen er gjeldende frem til og med år 2026, men det kan også være snakk om en økning i nettleien som kan gi økte kostnader (Moe, 2020). Norge har tradisjonelt hatt billig og ren strøm på grunn av all vannkraften vår. Dette var også utgangspunktet for mye av den kraftkrevende industrien vi har rundt omkring i Norge, for eksempel ulike typer smelteverk. De seneste år er det bygget

strømforbindelser til Tyskland, Nederland og de Britiske øyer som vil utjevne prisforskjellene som har vært mellom ulike land. Strømleveransene vil bli mer stabile, men vil trolig gi norske strømkunder høyere pris (Kirknes L. M., 2019).

5.2.3 Trusler fra fremtidige konkurrenter.

Papirproduksjon: Alt som har med papirproduksjon har i dag en nær sammenheng med en råvarekjede som handler om tømmer, strøm og noen kjemikalier. Ved hjelp av maskiner kan man masseprodusere papir som igjen kan brukes i ulike former. Det er en forholdsvis enkel prosess, men det trengs en jevn tilførsel av råvarer slik at infrastrukturen bør være på plass. Det produseres mye papir i Asia og Amerika også, men råstofftilgangen er viktig, og det kreves relativt store investeringer for å kunne bli en fremtidig konkurrent i dette segmentet. Særlig gjelder dette hvis man ønsker å bruke sertifisert tømmer, men for Norske Skog blir det viktig i og med at miljøvennligheten vektlegges høyt i markedsføringen av produktene (Norske Skog, 2020a). I avis og magasin segmentet er det allerede for stor produksjon i et synkende marked. Det vil derfor være lite attraktivt for nye konkurrenter. Emballasje segmentet er økende, men det kan virke som om flere eksisterende papirprodusenter tenker likt som Norske Skog og erstatter avispapir med emballasjeproduksjon. Da kan lønnsomheten svekkes også her.

Biokjemi: I det nye segmentet som Norske Skog ønsker å investere penger i, biokjemi, vil det framover trolig skje en enorm utvikling. Her er det sentrale å kunne fremstille nye miljøvennlige produkter som kan være nyttige i annen produksjon. Cebina er et slikt produkt som Norske Skog allerede har utviklet. Dette produktet kan skape forbedringer i allerede eksisterende produkter, for eksempel hindre at maling drypper mindre (Norske Skog, 2020a). Selskapet Circa Group er også innen dette markedet. Her er markedet sterkt økende, og da vil også nye konkurrenter komme til.

5.2.4 Trusler fra nære substitutter:

Digitalisering: Digitaliseringen har endret avis og magasinmarkedet for Norske Skog. Informasjonsinnhenting skjer i stadig større grad ved bruk av mobil eller datamaskin. Aviser/magasiner og papir er i ferd med å bli en gammel måte å innhente og dele informasjon på (SSB, 2020).

Plast: I dag er det for lite lønnsomt å resirkulere plast i stor målestokk, men kanskje vil dette endre seg i framtiden (Amundsen, 2018). Plast er et anvendelig produkt, og med et bedre miljørykte kan det være en fremtidig konkurrent til emballasjesegmentet som Norske Skog ønsker å konkurrere i.

5.2.5 Konkurransesituasjonen:

De ulike produktsegmentene: Avis og magasinpapir har et fallende marked. Konkurransen er høy og driftsmarginene presses (Norske Skog, 2020b). Noen fabrikker har blitt lagt ned, andre gjør som Norske Skog og ser seg om etter nye markeder. Norske Skog vil fremdeles være en fullskapaprodusent innen dette segmentet, selv om kapasiteten bygges noe ned.

Innen emballasjesegmentet vil Norske Skog selv være en ny konkurrent for de eksisterende produsentene. Ettersom dette er et økende marked med en større lønnsomhet enn for eksempel avis og magasinmarkedet, kan flere produsenter gjøre som Norske Skog og bevege seg over i dette markedet. Resultatet av dette kan bli økt konkurranse.

Biokjemisk utnyttelse av trevirke er et sterkt økende marked nå som man i et bærekraftperspektiv ønsker å redusere bruken av oljerelaterte produkter (Norske Skog, 2020a). Tilgangen til en jevnlig forsyning av fornybar tremasse er en av forutsetningene for å kunne være bærekraftig. I tillegg trengs gode teoretiske og praktiske ferdigheter for å klare å nyttiggjøre seg av trevirket.

Konkurrenter: I alle segmentene som Norske Skog skal produsere sine produkter i vil de møte store konkurrerende selskaper med lang erfaring innen treforedling. I den komparative analysen (kap. 10) skal vi gå nærmere gjennom noen selskaper som Norske Skog skal sammenliknes med. Det er blant annet de finske selskapene UPM og Stora Enso, det svenske selskapet Holmen AB, og Borregaard som har hovedkontor i Sarpsborg. Det finnes også mange andre konkurrenter både i Europa og i resten av verden.

PESTEL og Porters 5 krefter blir oppsummert gjennom muligheter og trusler i SWOT analysen

5.3 Intern strategisk analyse

Nå skal vi se nærmere på Norske Skog sine interne ressurser. Målet vil være å gi en oversikt over bedriftens ressurser, og se på hvordan disse kan føre til konkurransefortrinn slik at lønnsomhetspotensialet kan utløses (Kaldestad og Møller, 2016). Norske Skog må i sin strategivurdering ta tre helt konkrete overordnede valg som legger føringer for hele selskapet (Fjeldstad og Lunnan, 2018).

1. Produkt og marked: De må ta et valg for hvilke produkter man skal selge, og hvor. Det opprinnelige Norske skog tok i 1999 et valg om å bli verdens største produsent av papir til avis og magasinproduksjon (Dalen, 2019). Det nye selskapet bærer denne arven videre. I 2019

var ca. 98% av alle inntektene fra dette segmentet (Norske Skog, 2020a). I siste kvartalsrapport kommer det tydelig frem helt konkrete satsinger som innebærer en utvidelse av produkt og markedssegmentene for Norske Skog (Norske Skog, 2021). Selve investeringsbeslutningen er ikke vedtatt enda, men målet er at fabrikkene i Frankrike og Østerrike skal bygges om og klargjøres for produksjon av miljøvennlig emballasjepapir. Innen 2023 skal denne produksjonen starte, og målet er at i løpet av 2026 skal denne delen neste bidra med like mye EBITDA som publikasjonspapiret (ca 65MNOK årlig). I tillegg satses det på å få en portefølje av innovasjonsprodukter som spenner ifra bærekraftig energigjenvinning, til videreutvikling av sitt eget produkt Cebina, og til eierskap og samarbeid med biokjemikalieselskapet Circa. Norske Skog har dermed endret sin strategi hvor man samlet all aktivitet omkring selve kjerneområdet som førte dem til å bli verdens største produsent av avis og magasinpapir. Strategien er nå at de skal bruke overskuddet av sitt opprinnelige hovedprodukt til å finansiere den nye satsingen. Dermed ser vi en stor dreining av selskapets strategi sammenliknet med selskapet som gikk konkurs.

2. Aktiviteter og ressurser: Norske Skog må også ta valg på hvilke aktiviteter og ressurser de skal bruke for å levere sine produkter og tjenester. Ser man på regnskapet for 2019 virker det som om Norske Skog klarer å få til en lønnsom drift av anleggene sine (Norske Skog, 2021). Lønnsomheten påvirkes imidlertid sterkt av flere eksterne faktorer som prisen på de inngående faktorene som tømmer og strøm, men ikke minst på salgsprisen og leveringskvantum av de ferdigproduserte produktene. Nå i den nye strategiplanen legges det opp til flere produkter og flere markedssegmenter som bedriften skal konkurrere i. Fabrikkene nede i Europa planlegger for emballasjeproduksjon hvor målet er å starte i 2023. Råmaterialene har mange likhetstrekk med annen papirproduksjon, og Norske Skog kan trolig gjøre nytte av sine eksisterende kunnskaper. Nye maskiner krever imidlertid en viss innkjøringsproduksjon før de virker optimalt. Salgsmessig vil man måtte forholde seg til nye kunder og nye konkurrenter. Norske Skog sin investering i biokjemiselskapet Circa og videreutviklingen av sitt eget produkt CEBINA viser også en ytterligere økning i produkter og markeder. Disse må igjen produseres og klargjøres for et marked. Disse produktene har en nær sammenheng med tilvirkning av tømmer som Norske Skog har lang erfaring med, men produksjonsmessig er det meget forskjellig fra det som Norske Skog i all hovedsak har drevet med de siste 20 årene. Eierandelen på 27,7% og en samarbeidsavtale med Circa har trolig som formål å styrke Norske Skog på dette området (Norske Skog, 2021). Denne satsingen vil

imidlertid kreve ressurser, og i de første årene legger ikke strategien opp til at denne delen bidrar så mye til Norske Skog inntjening.

3. Effektiv drift kontra innovasjon: Norske Skog skal med den økte mengden av produkter og markedssegmenter som nå skal dekkes, ta stilling til hvordan de ulike aktivitetene og ressursene utnyttes best i forhold til effektiv drift og innovasjon. Dagens fabrikker er i stor grad organisert for å kunne produsere store mengder avis og magasinpapir på en effektiv og kostnadseffektiv måte. Det har dagens fabrikker med seg i sin kulturelle bagasje. I tillegg ser vi at omtrent hele dagens ledelse har sitt utspring fra ledelsen av selskapet som var før konkursen (Norske Skog, 2020a). Ledelsen ser at papirmarkedet er fallende, og har innsett at Norske Skog må bygge opp nye produkter og markeder for å overleve på lang sikt. Flere av de nye produktene, særlig innen biokjemi vil kreve en betydelig større grad av vilje i organisasjonen til å prioritere innovasjon og kompetanse blant de ansatte. Den teknologiske og kunnskapsbaserte utviklingen skjer forttere, og ledelsen av Norske Skog vil bli mer krevende fordi man for å tjene penger de første årene er avhengig av en effektiv drift av de eksisterende avis og magasinpapir fabrikkene for å skaffe penger til utviklingen av nye produkter som skal selges innenfor nye markedssegmenter (Norske Skog, 2021).

5.3.1 VRIO-analyse

Nå skal vi velge ut noen sentrale ressurser for å vurdere Norske Skog sin konkurransevne som vi skal sammenfatte i en VRIO analyse (Lynch, 2018). Utvelgelsen er gjort utfra essensielle faktorer som må være til stede for at dagens og morgendagens produkter kan produseres på en effektiv og konkurransemessig god måte til glede for kundene.

Fysiske ressurser: Norske Skog eier i dag fabrikkene sine som er godt etablert i sine lokalmiljøer. Inntil på slutten av 1990 tallet eide og forvaltet også Norske Skog en god del skogressurser som sikret selskapet råmaterialer til produksjonen (Nielsen, 2007). Tømmer er den viktigste råvaren i alt som Norske Skog driver med av aktivitet i dag, og det som de framtidige strategiene tar sikte på å videreutvikle. Det er også en av de faktorene det i fremtiden kan bli mangel på. I dag er Norske Skog avhengige av å kjøpe denne råvaren på det åpne markedet. De har riktignok en del langsiktige kontrakter, men ved reforhandling av disse vil markedsprisene bli gjeldende. Det samme gjelder i forhold til strømløpanser. Som en stor kunde kan de oppnå rabatter, men økt etterspørsel vil også føre til økte priser. Mange av de nordiske konkurrentene eier mye skog selv, samt at noen av dem også eier egne kraftverk som produserer strøm. I Norge i dag går 30% av hogsten til eksport (SSB, 2019). Det kan også virke som om også andre virksomheter kjøper opp skog for å sikre videre produksjon. Blant

annet IKEA har nå blitt en stor skogeier (Haug, 2016). Selskapet har nå blitt Romanias største private skogeier. Årsaken er et ønske om å sikre leveranser til fremtidig møbelproduksjon, samt skaffe seg en forutsigbarhet i forhold til levering og pris. De sikrer seg altså vertikalt i verdikjeden. Hva som på sikt vil lønne seg er det delte meninger om, men som vi så under leverandørenes forhandlingsstyrke kan ting tyde på at tømmeretterspørselen vil stige i årene framover ettersom folketallet øker og behovet for fornybare ressurser øker. Her kan tømmer og norsk vannkraft være fornybare ressurser. Fabrikkene virke til å være i bra stand, men på sikt kan store endringer i råvareprisene skape utfordringer for Norske Skog.

Kompetanse: Kompetansen til å lage avis og magasinpapir, emballasjepapir og energigjenvinningsanlegg er i utgangspunktet tilgjengelige for alle, og ikke en spesielt avansert teknologi. Det finnes mange papirprodusenter i verden, men Norske Skog har en god kompetanse på å produsere avis og magasinpapir i store kvantum med en effektiv produksjon. Det fungerte i 2019 når man ser på regnskapene. Da må produksjonen ha vært tilpasset kapasiteten, og resultatet har blitt en lønnsom drift med god etterspørsel etter Norske Skog sitt produkt (Norske Skog, 2020a).

De biokjemiske produktene som Norske Skog og Circa har utviklet drives frem gjennom forskning. Gjennom patenter kan man da ha enerett på disse produktene i en viss periode slik at man får mulighet til å tjene inn igjen forskningen. Dette er i utgangspunktet tilgjengelig for alle, men krever en betydelig forskningskompetanse. Norske Skog har egentlig lite kompetanse på dette feltet i dag, men gjennom deleierskap og samarbeid med Circa Group er trolig målet å øke denne kompetansen. Det er et godt tegn at Norske Skog knytter seg til andre aktører som kan komplementere deres egen virksomhet, men Norske Skog har ikke noe majoritetsseierskap slik at det enda kun er en form for allianse.

Relasjonsbaserte ressurser: Norske Skog er en produksjonsbedrift som er avhengig av råvareleveranser, en effektiv fabrikkdrift, og effektive og presise leveranser av ferdigproduktene som inntil nå har vært papir til aviser og magasiner. Disse kundene er avhengige av presise og nøyaktige leveranser av rett kvalitet, til rett tid og i rett mengde. For å klare dette må også leveransene av råvarene komme til fabrikkene på samme måte.

Samarbeid med andre i verdikjeden er derfor særdeles viktig

Konkurransesbarrierene her er at man trenger en stor infrastruktur for å omdanne råmaterialene som tømmer, kjemikalier og strøm til papir. Tømmeret skal transporteres til anleggene, og de ferdige produktene skal distribueres videre til sine kunder. Effektiv drift krever at både inngående leveranser, selve produksjonen og utleveringen går kontrollert og presist slik at alle

involverte parter får hva de trenger når de trenger det (Norske Skog, 2020a). Denne infrastrukturen av både fabrikker og infrastruktur var nok en medvirkende årsak til at Norske Skog ble startet opp igjen etter konkursen i slutten av 2017, dog i en mindre utgave. Norske Skog har en sterk lokal forankring i sine lokalmiljøer, og omkring alle fabrikkene brukes det hovedsakelig råvarer fra nærområdene. Dermed er fabrikkene og Norske Skog viktige bidragsyttere til lokal verdiskapning i form av arbeidsplasser og utnyttelse av lokale naturressurser.

Finansielle ressurser: Norske Skog gikk konkurs i 2017, og det nye selskapet som ble dannet fikk et bedre økonomisk utgangspunkt. Likevel er ferdigproduktet fremdeles likt som tidligere. Endringer i produktstrategien krever investeringer hvor pengene hovedsakelig skal komme fra papirsegmentet. 2020 var et økonomisk dårlig år. Likevel vil regnskapet vise at selskapet samtidig har god kontroll over kostnadene sine, samtidig som de er gode på effektiv drift..

Organisatoriske ressurser: Det virker som om driften er godt organisert i forhold til papir og magasinproduksjon. Man ser imidlertid at når salget reduseres forsvinner effektiviteten i og med at de store anleggene har med seg store faste kostnader som kommer til syne ved redusert aktivitet. Effektiv papirproduksjon må være tilpasset fabrikkenes kapasitet. Redusert kapasitet fra fabrikkenes optimale produksjonsnivå vil nesten automatisk føre til økte enhetskostnader på grunn av høye faste kostnader.

Det kan også stilles spørsmålsteget ved ledelsens evne til selv å være kostnadseffektiv. Sven Ombudstveit var leder i Norske Skog fra 2010 og frem til like før konkursen i 2017. Ikke så lenge etter at det nye selskapet ble startet på nytt overtok han som leder igjen. I 2019 hadde Norske Skog et godt år regnskapsmessig, men ledelsen er fullstendig klar over at bedriften i tiden fremover står foran store utfordringer for å endre produktsegmentet. I året 2019 kom 98% av inntektene fra produksjonen av avis og magasinpapir. Året etter kom Covid 19 og førte til en ytterligere digitalisering med dertil nedgang i avis og papiromsetningen (Norske Skog, 2021). I tillegg til grunnlønnen på nesten 2,4 MNOK ble det i 2020 utbetalt i overkant av 7,5 MNOK i bonuser for 2019. Topplederen fikk altså omtrent 10 MNOK, der bonusene ble utbetalt omtrent samtidig som norske arbeidere ble permittert på grunn av Covid 19 (Giæver, 2020). For vanlige arbeidere kan dette føles provoserende når andre blir bedt om å vise moderasjon på grunn av den utfordrende situasjonen mange bedrifter og ansatte er i. Dessuten vil man først om noen år se i hvilken grad Sven Ombudstveit og resten av ledelsen gjør en god jobb eller ikke. Da vil man se hvordan Norske Skog klarer den omstillingen

ledelsen har satt seg mål om å utføre. Norske Skog betalte også ut dividende i 2020, for deretter å annonsere en planlagt emisjon i 2021. Det framstår som lite langsiktig planlegging. Likevel virker det som om selskapet totalt sett er bra organisert når man ser på de ulike fabrikkene.

Tabell 1- VRIO-analyse av Norske Skogs ressurser

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Vanskelig å kopiere	Godt organisert	Avkastning
Fysiske ressurser	Ja	Nei	Nei	Ja	Gjennomsnitt
Kompetanse	Ja	Nei	Nei	Ja	Gjennomsnitt
Relasjonsbaserte ressurser	Ja	Ja	Ja	Ja	Fortrinn
Finansielle ressurser	Ja	Nei	Nei	Ja	Gjennomsnitt
Organisatoriske ressurser	Ja	Nei	Nei	Ja	Gjennomsnitt

5.4 Oppsummering av strategianalyse.

VRIO, PESTEL og bransjeanalyse kan sammenstilles i en SWOT analyse.

5.4.1 Styrker:

Kan produsere avisepapir: Organisasjonene har en meget god kompetanse på dette produktet. De har fabrikkene og infrastrukturen som trengs. Norske Skog har i over 20 år effektivisert produksjonen, så dette er de gode på. (=utgangspunktet god operasjonell evne i forhold til papirsegmentet)

Gode nettverk: Norske Skog har gode nettverk og forbindelser i forhold til de skogsbaserte næringene. Denne kan de også bruke når de nå skal starte med emballasjeproduksjon.

Godt rykte og gode relasjoner: Norske Skog har lang erfaring med å drive med bearbeiding av tømmer. De har et godt rykte i bransjen og troverdighet til eksisterende kunder. Fabrikkene er viktige arbeidsplasser i sine nærområder, og de har derfor en god relasjon til myndighetene og lokalmiljøet.

Har Norske Skog spesielle konkurransefortrinn? De har gode relasjonsressurser som er laget for effektiv produksjon av et produkt som mange mennesker fremdeles setter pris på, men som gradvis erstattes digitalt. Emballasjeproduksjon har mange likhetstrekk og sannsynligheten er stor for at Norske Skog kan ha en effektiv produksjon også her.

5.4.2 Svakheter:

Ensidig produksjon: Pr. i dag har de kun avis og magasinmarkedet som står for bortimot 98% av inntektene. De skal bygge om maskinene i Europa for å produsere emballasjepapir istedenfor avis og magasinpapir.

Lite innovasjon: Norske Skog har en organisasjon som i liten grad har hatt fokus på innovasjon. Ledelsen er omtrent den samme som før konkursen i det opprinnelige Norske Skog. I 20 år før konkursen var fokus stort sett effektivisering og storskalaproduksjon.

Lite vertikalt integrert: Norske Skog eier ikke råvarene selv, og de må derfor kjøpes. Avis og magasinpapir skal også selges i et marked med tøff konkurranse.

5.4.3 Muligheter

Råvare med vekstpotensial: Tre i ulike former kan med dagens teknologi brukes til omtrent alt som olje kan brukes til og trolig enda mer.

Bærekraftig forbruk: Verden trenger bærekraftige produkter og treforedlingsbransjen kan være nøkkelen til en del av det. FNs bærekraftsmål setter premisser for selskaper og land i verden, og treforedlingsbransjen kan inneha en nøkkelrolle her.

Økende marked: Både emballasje og biokjemi er vekstmarkeder.

5.4.4 Trusler:

Mindre eksisterende marked: Norske Skog sitt opprinnelige marked skrumper inn. De planlegger å prøve seg på nye markedet, men det er enda uvisst hvordan inntjeningen vil bli.

Mangel på kompetanse: Den teknologiske utviklingen skjer fort innen en sektor som biokjemi. Noe usikkert på om ledelsen har kompetanse til å lede slike virksomheter hvor kjernekunnskapen sitter nede i organisasjonen.

Økonomi: Nedadgående konjunkturer i verdensøkonomien, eller andre forhold som reduserer etterspørselen etter Norske Skog sine produkter.

Råvaremangel: Både tømmer og elektrisitet kan det bli for lite av. Tømmer er en ressurs som krever mange år med vekst før innhøsting.

5.4.5 Oppsummering

Gjennom strategisk analyse ser vi at Norske Skog har et mulig konkurransefortrinn i gode relasjonelle ressurser. Vi ser også at selskapet er utsatt for svingninger i råvarepriser, som gir press på fortjenestemarginene. Selskapet opererer primært i et marked som har blitt redusert betraktelig over mange år, og det er et absolutt behov for å utvide forretningsområdene.

6 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse er en del av steg to (analysere informasjon) i Penmans rammeverk, og utgangspunktet for steg tre (utvikle prognoser). I dette kapitlet gjennomgås historiske regnskapstall med målsetning om å forstå selskapets finansielle situasjon, likviditetssituasjon og soliditet.

For regnskapsanalysene er tall fra 2016-2020 valgt ettersom selskapet gjennomgikk en omfattende restrukturering i forbindelse med konkursen\gjeldssanering i 2017, og tidligere regnskapstall er ikke representative for nåværende selskapsstruktur. Resultatregnskap og balanseoppstilling er formulert fra Norske Skogs årsrapporter 2017-2019, samt kvartalsrapporter for 2020. Resultatregnskapet finnes i vedlegg 2, og balanseoppstillingen finnes i vedlegg 3.

6.1 Oversikt over resultat og balanse

6.1.1 Resultatregnskap

Tabell 2- resultatregnskap Norske Skog (egenkomponert fra Norske Skogs årsrapporter og kvartalsrapporter 2017-2020)

Årsresultat Norske Skog 2016-2020	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
Totale inntekter	11 852	11 527	12 642	12 955	9 612
Totale driftskostnader	-10 755	-10 825	-11 610	-11 017	-8 877
Brutto driftsresultat	1 097	702	1 032	1 938	736
Omstrukturingskostnader	-64	-9	-15	-223	-75
Avskrivninger	-674	-608	-446	-456	-438
Nedskrivninger	-1 180	-1 699	0	-209	-451
Derivater og andre justeringer	-126	-88	355	1 348	-1 112
Netto driftsresultat	-947	-1 702	926	2 398	-1 340
Resultat før skatt	-1 498	-3 317	1 603	2 192	-1 698
Årsresultat	-971	-3 551	1 525	2 044	-1 884

Som hovedpostene i resultatregnskapet viser har årsresultatet variert kraftig de siste årene. Dette skyldes primært omstruktureringen som følge av konkursen i 2017, og deretter Covid-19 krisen i 2020. Et vesentlig poeng i resultatregnskapet er at brutto driftsresultat er positivt for alle år, og at det spesielt er nedskrivninger, derivater og netto finansielle poster som svinger kraftig fra år til år.

6.1.2 Balanse

Tabell 3- Balanseregnskap Norske Skog (egenkomponert, basert på Norske Skogs årsrapporter og kvartalsrapporter)

Balanse Norske Skog 2016-2020	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
Eiendeler					
Sum Anleggsmidler	7 184	4 939	4 789	5 248	4 084
Sum omløpsmidler	3 313	3 170	3 776	4 360	3 703
Sum eiendeler	10 497	8 109	8 565	10 240	7 787
Egenkapital og gjeld					
Sum egenkapital	2 090	-1 427	2 365	5 493	3 219
Sum langsiktig gjeld	6 033	2 560	3 270	2 393	2 496
Sum kortsiktig gjeld	2 374	6 976	2 931	2 354	2 073
Sum gjeld	8 407	9 535	6 201	4 747	4 568
Sum egenkapital og gjeld	10 497	8 109	8 565	10 240	7 787

Balanseoppstillingen viser i praksis samme tendens som resultatregnskapet. Sum egenkapital har variert kraftig fra år til år, og var også negativ i forbindelse med omstruktureringen. Frisk innskutt egenkapital har vært nødvendig for å beholde en positiv egenkapital. Endringen fra 2019 til 2020 viser også stor reduksjon i sum EK og gjeld, noe som primært er reduksjon i opptjent egenkapital.

6.2 Likviditetsanalyse

6.2.1 Likviditetsgrad 1

Tabell 4 - Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
Sum omløpsmidler	3 313	3 170	3 776	4 360	3 703
Sum kortsiktig gjeld	2 374	6 976	2 931	2 354	2 073
Likviditetsgrad 1	1,40	0,45	1,29	1,85	1,79

Likviditetsgrad 1 viser forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Likviditetsgrad 1 bør være over 2 for å indikere at et selskap har nok likviditet til å dekke sine løpende forpliktelser (Kristoffersen, 2016).

Norske Skog har hatt en positiv utvikling i likviditetsgraden etter omstruktureringen i 2017. Selv om den ikke er høyere enn 2, så har man klart å holde nivået fra 2019 til 2020. Dette må anses som gunstig, og viser at man har klart å redusere den kortsiktige gjelden parallelt med reduksjon av varelager og kundefordringer.

6.2.2 Likviditetsgrad 2

Tabell 5- Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
Sum omløpsmidler	3 313	3 170	3 776	4 360	3 703
-Varelager	1 161	1 148	1 304	1 428	1 194
=Mest likvide omløpsmidler	2 152	2 022	2 472	2 932	2 509
Sum kortsiktig gjeld	2 374	6 976	2 931	2 354	2 073
Likviditetsgrad 2	0,91	0,29	0,84	1,25	1,21

Likviditetsgrad 2 gir en indikasjon på en bedrifts evne til å dekke den kortsiktige gjelden med de mest likvide midlene. Her er varelageret unntatt, ettersom dette kan ta lengre tid å konvertere til likvide midler. Vi ser at firmaet har en grad som er over 1 for 2019 og 2020, noe som må anses som bra (Kristoffersen, 2016).

6.3 Soliditetsanalyse

6.3.1 Gjeldsgrad og egenkapitalandel

En soliditetsanalyse beskriver selskapets evne til å tåle fremtidige tap (Kristoffersen, 2016). Egenkapitalen fungerer som en buffer mot tap ved at egenkapitalen blir redusert før kreditorene lider tap. Som oftest er det nøkkeltallene gjeldsgrad og egenkapitalandel som vurderes i soliditetsanalyse. Dersom egenkapitalandelen øker vil gjeldsgraden reduseres, derfor er det relevant å sammenstille disse nøkkeltallene.

Tabell 6 - Egenkapitalsandel og gjeldsgrad

Soliditetsanalyse	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
Egenkapital (EK)	2 090	- 1 427	2 365	5 493	3 219
Gjeld (G)	8 407	9 535	6 201	4 747	4 568
Totalkapital (TK) = EK+G	10 497	8 108	8 565	10 240	7 787
Egenkapitalsandel = EK / TK	19,9 %	-17,6 %	27,6 %	53,6 %	41,3 %
Gjeldsgrad = G/EK	4,02	- 6,68	2,62	0,86	1,42

For soliditetsanalysen er det de siste tre årene som er relevante etter omstruktureringen. Vi ser at det var en særdeles positiv utvikling fra 2018 til 2019, mens de svake resultatene i 2020 har påvirket egenkapitalandelen og gjeldsgraden negativt. Det er først og fremst egenkapitalen som ble redusert i 2020, noe som gjør at gjeldsgraden har blitt høyere. For 2020 er gjeldsgraden blitt over 1, noe som angir at selskapet har høyere gjeld enn egenkapital. Det må likevel anses som et solid selskap. Ifølge Kristoffersen (2016) er det ingen klare retningslinjer for egenkapitalandelen, men i 2014 var gjennomsnittlig EK for aksjeselskaper på 46,1%. Norske Skog ligger nå litt under dette, men fortsatt i nærheten av gjennomsnittet.

6.4 Oppsummering av regnskapsanalyse

I gjennomgangen av regnskapet har vi sett store svingninger i resultatregnskapet. 2019 var et meget godt år for selskapet, mens 2020 ble et veldig svakt år. Vi har sett at selskapet har et positivt brutto driftsresultat, selv om salgsinntektene falt kraftig fra 2019 til 2020. Det tyder på at ledelsen har vært i stand til å tilpasse kostnadsnivået raskt.

Selskapet framstår også som godt rustet til å håndtere løpende forpliktelser. Likviditetsgrad 1 er i nærheten av 2, og likviditetsgrad 2 er godt over 1, noe som er bra.

Selskapet har fått redusert egenkapital fra 2019 til 2020, og dette synes på gjeldsgrad og egenkapitalandel. Gjeldsgraden ligger over 1, men i absolutte verdier er gjelden noe redusert fra 2019 til 2020. Selskapet framstår totalt sett som solid med god likviditet, og med en god drift.

7 Avkastningskrav

Etter å ha gjennomført en strategisk analyse og en regnskapsanalyse er neste steg i Penmans rammeverk å utvikle prognoser, og deretter konvertere fremtidige kontantstrømmer til nåverdi. Vi velger å beregne avkastningskravet før prognosen utvikles, slik at dette allerede er fastsatt. Dette kapitlet vil derfor fastsette avkastningskravet til totalkapitalen igjennom vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad, som beskrevet i kapittel 4.3.

7.1 Egenkapitalens avkastningskrav

For å beregne egenkapitalens avkastningskrav kan kapitalverdimodellen benyttes. For å gjøre dette trengs elementene risikofri rente, beta og markedets risikopremie. I tillegg gjøres det et tillegg for mindre selskaper som vi kommer tilbake til i 7.1.4.

7.1.1 Risikofri rente

For risikofri avkastning har vi benyttet renten på en norsk statsobligasjon av 10 års varighet pr 4. februar 2021. Denne var på 1,20% (Norges Bank, 2021b).

7.1.2 Beta

Beta er beregnet ved bruk av funksjonen dataanalyse og regresjon i Excel. Det er benyttet Norske Skogs daglige sluttkurser siden børsnoteringen 21. oktober 2019, analysert mot Oslo Børs hovedindeks (OSEBX) sluttkurser i samme periode (Vedlegg 1). Dette gir oss totalt 323 observasjoner for tidsperioden, og en estimert beta på 0,82. Regresjonsanalyse med 95% konfidensintervall gir en nedre verdi for beta på 0,64 og en øvre verdi for beta på 1,01.

Tabell 7 - Regresjonsanalyse Norske Skogs daglige sluttkurser 19. oktober 2019- 4. februar 2021

<i>Regresjonsstatistikk</i>	<i>Verdi</i>				
Multippel R	0,44				
R-kvadrat	0,19				
Justert R-kvadrat	0,19				
Standardfeil	0,03				
Observasjoner	323				
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
<i>Endring OSEBX</i>	0,82	0,09	8,73	0,64	1,01

Ved å gjennomføre regresjonsanalyse på ukentlige og månedlige kurser gir det oss en beta på hhv 0,76 og 0,88 (vedlegg 4). Vi ser at daglig beta på 0,82 ligger plassert mellom ukentlig og månedlig. Ettersom Norske Skog har vært børsnotert i såpass kort tid velger vi å benytte beta på 0,82 framfor en justert beta.

7.1.3 Markedets risikopremie

Siste del av kapitalverdimodellen kalles markedets risikopremie. Denne har de siste årene ligget på rundt 5,0% i Norge. Fra PWCs rapport fra 2020 estimeres markedets risikopremie til 5,0% i median og 4,82% i gjennomsnitt (PWC, 2020). Ettersom PWC henviser til median som hovedfunnet i sin rapport velger vi å benytte 5,0% som verdi for markedets risikopremie.

7.1.4 Småbedriftspremie

Ifølge PWCs undersøkelse bør det også benyttes en småbedriftspremie for selskaper med lav markedsverdi. For intervallet 2-5 mrd i markedsverdi viser undersøkelsen at gjennomsnittlig tillegg er på 1,5%. Vi benytter derfor dette som et tillegg til egenkapitalens avkastningskrav.

7.1.5 Oppsummert egenkapitalens avkastningskrav

Avkastningskrav som benyttes for verdsettelse av Norske Skog kan da oppsummeres som vist i tabell 8. Vi setter avkastningskravet for egenkapitalen til 6,80%

Tabell 8 - Avkastningskrav egenkapital

Risikofrirente	+	Beta	*	Markedets risikopremie	+	Småbedriftstillegg	=	Avkastningskrav
R_f	+	β_i	*	$E(RM) - R_f$	+	X	=	$E(NS)$
1,20 %		0,82		5,00 %		1,50 %		6,80 %

7.2 Gjeldsavkastningskrav

For gjeldsavkastningskravet benytter vi data for obligasjonslånet som Norske Skog utstedte i 2019, med varighet til 2022 (Norske Skog, 2019). Dette var et obligasjonslån med rente lik Euribor + 6%. Pr februar 2021 var Euribor = -0,5%. Dette gir oss altså et gjeldsavkastningskrav på 5,5%.

7.3 Skattesats

Vi benytter oss av den norske skattesatsen på 22% for beregning av totalavkastningskravet.

7.4 Beregning av totalavkastningskrav

Ved å bruke de ulike komponentene som er beskrevet i kapittel 6 og 7 kan vi nå estimere totalavkastningskravet som kan benyttes til å diskontere de frie kontantstrømmene. Dette gir oss et totalavkastningskrav på 5,33%, som oppsummert i tabell 9.

Tabell 9 - Totalavkastningskrav Norske Skog

Komponent	Verdi
Egenkapitalandel	41,3 %
Gjeldandel	58,7 %
Egenkapitalavkastningskrav	6,80 %
Gjeldsavkastningskrav	5,50 %
Skattesats	22,00 %
Beregnet WACC	5,33 %

Totalavkastningskravet benyttes videre som diskonteringsfaktor for å beregne nåverdi av fremtidige kontantstrømmer. Kravet blir benyttet i kapittel 8.2, og deretter sensitivitetsvurdert i kapittel 9.1.1.

8 Fremtidsprognose

Etter å ha gjennomført strategisk og regnskapsmessig analyse er neste steg i Penmans modell å utvikle en prognose basert på analysene. Dette gjøres ved å estimere utviklingen for en del faktorer basert på analysene, samt korrigere for eventuelle ekstraordinære regnskapsposter som kan være misledende.

8.1 Forutsetninger for fremtidsprognose

8.1.1 Generelle antakelser

Gjennom strategigjennomgangen har vi belyst Norske Skogs behov for omstrukturering. Dette er ledelsen i gang med igjennom igangsettelse av omstilling til emballasjeprosjekter (Norske Skog, 2020b). Pr 4. februar 2021 er ikke denne investeringsbeslutningen tatt, og den kan derfor ikke beregnes inn i fremtidsprognose. Som Penman (2013, s.115) påpeker bør fremtidsprognosen baseres på faktiske regnskapstall. Derfor er prognosen basert på faktiske regnskapstall, og verdien av omstrukturering er belyst i scenarioanalyse i kapittel 9. Grunnlaget for prognosen er også estimering av fri kontantstrøm for 2016-2020, vedlegg 5.

8.1.2 Eksplisitt periode & terminalverdi

En av de viktigste beslutningene i analysen er lengden på den eksplisitte perioden. Dersom den eksplisitte perioden er kort medfører det at terminalleddet får en høyere betydning i nåverdi-vurderingen. Ettersom Norske Skog opererer i et marked i nedgang er det vanskelig å se for seg et mulig tidspunkt for stabilt drift de nærmeste årene. Vi tror derfor at hovedvekten av kontantstrømmene kommer i nær framtid, og velger derfor en eksplisitt periode på 10 år. For terminalverdien har vi lagt til grunn en negativ vekst på -0,5%. Dette velges på bakgrunn av at selskapet opererer i bransje som har store utfordringer og som vi ikke tror overlever i «uendelig tid».

8.1.3 Salgsinntekter

I kontantstrømanalysen har vi hatt utgangspunkt i at Norske Skog opererer i et fallende marked. Det har blitt stengt en ekstra maskin i 2020 (Norske Skog, 2021) som vil redusere kapasiteten i 2021. Ved å sammenligne kvartal 2-4 for 2019 mot 2020 ser vi et fall i omsetning på 28,5 %.

Vi forventer ikke like stort fall for kvartal 1 2021 mot Q1 2020, men forventer en nedgang på 10%. Dette gjøres basert på at Norske Skog selv forventer et ubalansert marked første halvdel av 2021, før det blir en svak forbedring (Norske Skog, 2021). Vi anslår derfor at omsetningen for 2021 blir 10% lavere i Q1 enn 2020, og deretter lik omsetning som 2020 de øvrige

kvartalene. Dette gir et estimat på salgsinntekter for 2021E på 8915. Deretter tror vi at salgsinntekter fortsetter å falle. Som vist i figur 2 har nordmenns bruk av papiravis en gjennomsnittlig nedgang med 2,65% de siste 20 årene, med noe utflating de siste tre årene. Noe av Norske Skogs inntekter kommer også fra alternative forretningsområder allerede slik som Cebina og energiproduksjon, og derfor settes nedgangen i salgsinntekter til 1,5% årlig.

Tabell 10 - Estimerte salgsinntekter Norske Skog

Millioner NOK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Sum salgsinntekter	9612	8915	8781	8650	8520	8392	8266	8142	8020	7900	7781
Årlig endring %		-7,3%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%

8.1.4 Bruttofortjenestemargin

Som vi ser av regnskapet for 2020 er de største driftskostnadene for Norske Skog knyttet til varekostnader. For 2019 og 2020 hadde selskapet en bruttofortjenestemargin på hhv 37,5% og 35,0%. Nedgangen i 2020 skyldes hovedsakelig den reduserte etterspørselen som følge av Covid-19. Som vi så i strategikapitlet jobber hele bransjen med å redusere tilbudet av avis og magasinpapir for å kunne møte den fallende etterspørselen. Vi tror derfor det vil være en kortvarig balanse i markedet den nærmeste tiden, før etterspørselsfallet igjen vil skape en ubalanse i markedet. Vi antar derfor at bruttofortjeneste holdes stabilt på 35% i 2021, med noe bedring i 2022 (36%), før fallet i bruttofortjenestemargin fortsetter med 0,5% årlig nedgang.

Tabell 11 - Estimert bruttofortjeneste i % Norske Skog

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Bruttofortjeneste%	35,0%	35,0%	36,0%	35,5%	35,0%	34,5%	34,0%	33,5%	33,0%	32,5%	32,0%

8.1.5 Lønnskostnader

Lønnskostnadene har historisk ligget på ca 15% av salgsinntektene (vedlegg 6). Dette tyder på at Norske Skog har vært gode på å holde lønnskostnadene på et stabilt nivå. For 2020 var lønnskostnaden i % salgsinntekt på 18,3%, primært som følge av inntektsfallet. Vi anslår derfor at kostnadene vil falle med et prosentpoeng årlig fram til de stabiliserer seg på 15% igjen.

8.1.6 Skatt

For skatt er det lagt til grunn norsk skattesats på 22% på alt overskudd. Det er ikke hensyntatt ulike skattenivåer i ulike land ettersom dette kompliserer modellen kraftig. Da vil man måtte

estimere kontantstrømmer for ulike markedsområder for å beregne korrekt skatt. Det er valgt å ikke gjøre dette for å unngå større komplikasjoner i modellen.

8.1.7 Varige driftsmidler, avskrivninger og investeringer

Utviklingen i varige driftsmidler er vesentlig for å kunne beregne framtidige avskrivninger og investeringer (Bøhren, Michalsen og Norli, 2017). Kalkulasjoner for dette finnes i vedlegg 6. Varige driftsmidler i prosent av driftsinntekter har variert mye de siste årene, og blir derfor en usikker størrelse. I gjennomsnitt har varige driftsmidler i prosent av driftsinntekter vært 39,4%. Vi kan derfor beregne varige driftsmidler, og estimere investeringer og avskrivninger.

Avskrivninger har vært forholdsvis stabilt i prosent av varige driftsmidler, og vi benytter gjennomsnittet på 11,6% som grunnlag for videre prognoser. Dette gir et 2021E på 406MNOK som er noe lavere enn 2020 (438MNOK). Det framstår likevel som et greit tall ettersom den ene papir-maskinen er avviklet i Norge på slutten av 2020.

Investeringer er en utfordring for verdsettelsen. Det er gjennomført både vedlikeholdsinvesteringer og kapasitetsinvesteringer. Dette har svingt kraftig de siste årene, spesielt som følge av reduksjonen i varige driftsmidler. For vedlikeholdsinvesteringer ser vi at 2020 og 2019 har vært forholdsvis jevnt, og gir et gjennomsnitt på 8,0% i prosent av varige driftsmidler (vedlegg 6)

For kapasitetsinvesteringer skiller derimot 2020 seg ut fra de øvrige årene (vedlegg 6). På grunn av selskapets gjeldsproblemer i 2016,2017 og omstrukturering i 2018 er det sannsynlig at det var lite midler til kapasitetsinvesteringer. Dette kan ha tatt seg opp nå med tilgang til kapital etter børsnotering. Vi benytter derfor et gjennomsnitt av 2019 og 2020 som utgangspunkt for nyinvesteringer, altså 210 MNOK årlig.

Investeringer er et vesentlig moment i beregningen av nåverdi ettersom investeringer spiser direkte av den frie kontantstrømmen.

8.1.8 Arbeidskapital

For perioden 2016 til 2019 er arbeidskapital beregnet til 9,7% i gjennomsnitt av salgsinntektene (vedlegg 6). Dette er det samme forholdstallet som ble regnskapsført i 2020. Vi benytter oss av 9,7% av salgsinntekter for perioden videre.

8.1.9 Ekstraordinære poster

I den ordinære regnskapsstillingen er det hensyntatt både ordinære og ekstraordinære poster. Vi anser enkelte av disse postene som ikke relevante for beregning av fri kontantstrøm. For det første er det bokført store gevinster i 2019 (1348MNOK), og store tap i 2020 (-

1112MNOK) for verdsettingen av energikontrakter i Norge. Dette er regnskapsmessige tap uten kontantstrøm-effekt, og er derfor unntatt fremtidige estimater. Det er også gjennomført en del nedskrivninger i 2019 (-209 MNOK) og 2020 (-451MNOK) som vi har valgt å anse som ekstraordinære poster og derfor holdt utenfor fremtidsprognosen.

8.2 Estimert kontantstrøm

Ved å benytte forutsetninger som er lagt til grunn kan vi estimere kontantstrøm i tabell 12. Alle tall i MNOK. Prognose inkludert prosentsatser finnes i vedlegg 7.

Tabell 12 - Fremtidsprognose Norske Skog. Alle tall i MNOK

Prognose Norske Skog	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TP
Sum Driftsinntekter	8 915	8 781	8 650	8 520	8 392	8 266	8 142	8 020	7 900	7 781	
Varekostnad	5 795	5 620	5 579	5 538	5 497	5 456	5 415	5 373	5 332	5 291	
Bruttofortjeneste	3 120	3 161	3 071	2 982	2 895	2 810	2 728	2 647	2 567	2 490	
Lønnskostnader	1 605	1 493	1 384	1 278	1 259	1 240	1 221	1 203	1 185	1 167	
Andre driftskostnader	802	746	692	682	671	661	651	642	632	622	
Sum kostnader	8 202	7 859	7 655	7 497	7 427	7 357	7 287	7 218	7 149	7 081	
Driftsresultat (EBIDTA)	713	922	995	1 022	965	909	855	802	750	700	
Driftsrelaterte avskrivninger	420	400	380	360	340	320	321	322	323	324	
DFRSI (EBIT)	293	522	615	662	625	589	534	480	427	376	
Skatt gitt 100% EK	65	115	135	146	138	130	117	106	94	83	
Driftsresultat etter skatt	229	407	479	517	488	460	416	374	333	294	
Avskrivninger	406	400	394	388	382	377	371	365	360	354	
Vedlikeholdsinvestering	281	277	273	269	265	261	257	253	249	245	
Øvrige investeringer	210	210	210	210	210	210	210	210	210	210	
Økt arbeidskapital	- 69	- 13	- 13	- 13	- 12	- 12	- 12	- 12	- 12	- 12	
Fri kontantstrøm	212	333	403	439	408	378	333	289	246	204	164

Som vi ser av selskapsutviklingen forventes det først en bedring av kontantstrømmen, og deretter en kontinuerlig svekkelse. Dette skyldes en forventning om likevekt mellom tilbud og etterspørsel for de nærmeste årene, før man forventer at etterspørselsnedgangen gjør at både salgsinntekter og bruttofortjeneste faller.

8.3 Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer

For å finne nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene må vi diskontere disse med avkastningskravet på 5,33% som ble beregnet i kapittel 7. Dette gir oss 2492 MNOK i nåverdi for eksplisitt periode (Tabell 13) og 1591 MNOK i nåverdi for terminal periode (Tabell 14)

Tabell 13 - Nåverdi eksplisitt periode

År	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	Sum
Fri kontantstrøm	212	333	403	439	408	378	333	289	246	204	
Diskonteringsfaktor(5,33%)	1,05	1,11	1,17	1,23	1,30	1,37	1,44	1,52	1,60	1,68	
Nåverdi	202	300	345	356	314	277	231	191	154	121	2 492

Tabell 14 - Nåverdi Terminalperiode

Nåverdi av Terminalledd	
Fri kontantstrøm år 2030E+1	164,2
Avkastningskrav	5,33 %
Vekstrate	-0,5 %
Sum terminalverdi (FKS)	2 816
Diskonteringsfaktor (5,33%,11år)	1,770
Nåverdi terminalledd	1 591

Ved å summere nåverdien av eksplisitt periode og terminalperiode med avkastningskravet får vi en estimert nåverdi på 4083 MNOK. Dette kan også omtales som antatt selskapsverdi for Norske Skog.

8.4 Markedsverdi av egenkapitalverdi og aksjekurs

For å komme fra selskapsverdi til markedsverdi av egenkapital må vi trekke netto finansiell gjeld fra selskapsverdi (Kinserdal, 2017). Deretter må markedsverdi deles på antall utestående aksjer slik tabell 15 viser.

Tabell 15 - Estimert aksjekurs Norske Skog basert på fundamental analyse

Egenkapitalverdi	Verdi
Selskapsverdi MNOK	4 083
Netto finansiell gjeld MNOK	-725
Egenkapitalverdi MNOK	3 358
Antall aksjer (4.feb 2021)	82 500 000
Estimert verdi pr aksje	kr 40,7

Basert på forutsetningene i fremtidsprognosen får vi altså en estimert aksjekurs på 40,7 kr pr aksje pr 4. februar 2021 mot faktisk aksjekurs på ca 31,3 kr pr aksje. Utfra den fundamentale analysen anslås altså en aksjekurs på 40,7 pr aksje som et mål de underliggende verdiene.

Denne estimerte verdien fremstår ganske sårbar for endringer i markedet, og det vil gjennomgå i sensitivitetsanalyser, kapittel 9.

9 Sensitivitetsanalyse

I dette kapittelet vil det gjennomgås enkelte usikkerhetsfaktorer som ligger bak den estimerte aksjekursen på 40,7 kr. Det vil gjøres igjennom en teknisk sensitivitetsanalyse og en praktisk vurdering av selskapsverdien dersom Norske Skog lykkes med sitt omstillingsprosjekt innenfor emballasje.

9.1 Teknisk sensitivitetsanalyse

9.1.1 Avkastningskrav

En viktig faktor for verdsettelse er totalavkastningskravet (WACC) som settes. Ved en økning eller reduksjon av dette vil det direkte påvirke diskonteringen av fremtidige kontantstrøm, og derfor selkapsverdi og deretter aksjekurs.

Tabell 16 - Estimerte aksjekurser som følge av endring totalavkastningskravet

WACC	3,00 %	4,00 %	5,00 %	5,33 %	6,00 %	7,00 %	8,00 %	9,00 %	10,00 %
Estimert aksjekurs	66,06	52,11	43,05	40,70	36,63	31,80	28,02	24,96	22,41

Som vi ser av Tabell 16 så vil en økning av totalavkastningskravet til f.eks. 6% gi en estimert aksjekurs på 36,63 kr. Dette kan være et realistisk beregningsnivå for en investor som ser på en investering som mer risikabel enn det som framkommer i egenkapitalavkastningskravet. Dersom en investor selv setter et egenkapitalavkastningskrav på 8,5% vil det gi en verdi på WACC på 6,0%, og dermed en forventet aksjekurs på 36,63 kr.

9.1.2 Bruttofortjenestemargin

I en teknisk sensitivitetsanalyse har vi endret på de ulike parameterne i kontantstrømmodellen for å finne hvilke drivere som påvirker den estimerte aksjekursen mest. I selve modellen er det endring i bruttofortjenestemargin som gir størst utslag på estimert aksjekurs. I kap. 8.1.4 har vi antatt først en bedring i bruttofortjenestemargin for 2022, deretter en årlig nedgang på 0,5% som følge av forventet ubalanse mellom tilbud og etterspørsel. Dette er en usikker driver i modellen. Som Tabell 17 viser gir kun små endringer i denne prosenten store utslag i aksjeverdien.

Tabell 17- Estimerte aksjekurser som følge av endring bruttofortjenestemargin

Årlig nedgang i BF%	-1,0 %	-0,8 %	-0,7 %	-0,6 %	-0,5 %	-0,4 %	-0,3 %	-0,2 %	0,0 %
BF% i terminalår	27,0 %	28,8 %	29,7 %	30,6 %	31,5 %	32,4 %	33,3 %	34,2 %	36,0 %
FKS i terminalår	- 105	3	57	110	164	218	272	326	433
Nåverdi av terminalledd	- 1 016	27	548	1 069	1 591	2 112	2 633	3 155	4 197
Estimert aksjekurs	- 0,19	16,17	24,35	32,53	40,70	48,88	57,06	65,24	81,59

Fra et teoretisk perspektiv er det først og fremst terminalleddet som er årsaken til denne svingningen. Vi ser en klar sammenheng mellom nedgangen i BF%, BF% i terminalåret, fri kontantstrøm i terminalåret (ikke diskontert) og nåverdi av terminalleddet. Dette gir også store utslag på aksjekursen.

Tabellen kan også tolkes fra et praktisk perspektiv. Dersom Norske Skog lykkes med å beholde marginen oppe ser vi en potensielt meget god oppside til aksjekursen. Terminalleddet får stor betydning, men det gir igjen en aksjekurs på i overkant av 80 kroner. Vi ser også at aksjekursen er sårbar for negativ utvikling i bruttofortjenestemargin. Dersom man opplever et tiltakende fall i etterspørsel i årene framover, som igjen skaper reduksjon av salgsinntekter og salgspriser, ser vi at selskapet vil ha store utfordringer med å generere verdier.

9.2 Omstilling til emballasjeproduksjon

I kapittel 5 kom det frem at Norske Skog ønsker å gjennomføre en omstilling for to av sine fabrikker til emballasjeproduksjon. 17 juni 2020 presenterte Norske Skog sitt regnestykke for overgang til emballasjeproduksjon (Norske Skog, 2020C). Der estimerer man investeringer på ca. 350 MNOK i 2023, og en forventet årlig bedring i EBITDA på 65 MNOK. Ved å legge investeringskostnaden til den frie kontantstrømmen i 2023, og deretter en forbedret EBITDA på 65MNOK pr år gir dette en forventet aksjekurs på 48,6 kr pr aksje (se vedlegg 8 for utregning). Dette tilsier at det er lønnsomt prosjekt som planlegges, selv med like parametere som i kapittel 8. Vi kan også spekulere i at det ligger en ytterligere oppside dersom man som en konsekvens av omstillingen klarer å unngå nedgang i bruttofortjenestemargin eller salgsinntekter.

Pr 4. februar 2021 var det ikke tatt en investeringsbeslutning for dette omstillingsprosjektet. Det er derfor hensyntatt som et mulig scenario, og ikke inkludert i selve kontantstrømanalysen.

10 Komparativ verdsettelse

I verdsettelsen av Norske Skog skal vi også sammenlikne selskapet med andre selskaper i treforedlingsbransjen. Målet er at den komparative verdsettelsen skal hjelpe til med å belyse bransjen bedre. Bransjens inntjeningspotensial vil komme frem, og dermed også Norske Skog sitt. I dette kapitlet gjennomgås enkelte multipler slik at man kan få en bedre forståelse av bransjen Norske Skog delvis er en del av i dag, men i enda større grad skal bli det utfra bedriftens strategiske utviklingsmål.

10.1 Komparative selskaper

Den komparative verdsettelsen handler om å finne tilsvarende selskaper innenfor samme bransje. Ved hjelp av sammenlikninger gjennom ulike multiplikatorer skal man prøve å få et bedre helhetsinntrykk av selskapet som verdsettes, og bransjen det opererer i (Bøhren, Michalsen og Norli, 2017). Det har vært vanskelig å finne selskaper som er tilnærmet like Norske Skog ettersom selskapet for over 20 år siden spesialiserte seg mot papir til avis og magasiner. De fleste konkurrentene beholdt en mye bredere produktportefølje. I tillegg er avis og magasinmarkedet sterkt nedadgående, slik at det ikke finnes tilsvarende nordiske bedrifter i samme størrelse og med samme produktsortiment. Norske Skog er imidlertid i en omstillingsfase hvor de endrer strategien til å favne flere produkter inn i sortimentet sitt. Både emballasje, energigjenvinning og biokjemiske produkter er nye segmenter som Norske Skog skal satse på i tiden fremover. Med det som utgangspunkt har vi flere selskaper som er aktuelle i den komparative verdsettelsen.

Det finnes ikke norske selskaper som er tilnærmet like Norske Skog i produktsammensetting pr. i dag. Det nærmeste er Borregaard som er store internasjonalt innenfor biokjemisk utnyttelse av tremasse, som Norske Skog ønsker å bli en del av. Ellers må vi utenfor landets grenser for å finne selskaper som er store på skogsrelaterte produkter som likner på de som Norske Skog på sikt ønsker å konkurrere mot. Finland og Sverige har lange tradisjoner for å utnytte sine skogressurser, og har bedrifter som vi vil bruke i en komparativ analyse sammen med Borregaard.

10.1.1 Holmen AB

Holmen AB er et svensk skogindustrikonsern som produserer skogsrelaterte produkter innen segmentene papirprodukter, tømmer, skogsdrift og fornybar energi. Årsomsetningen er på ca. 16 milliarder svenske kroner. Omsetning er noe høyere enn Norske Skog, og produktporteføljen deres er bredere (Holmen, 2021). De er også mer vertikalt integrert i og

med at de eier egen skog, og produserer fornybar energi, slik at de som selskap blir mindre utsatt for svingninger i tømmer og kraftpriser. Hoveddelene av inntektene kommer ifra Europa. Har ca. 3000 ansatte (Wikipedia, 2021). Valget av Holmen er gjort på bakgrunn av at de er et selskap med omtrent samme antall ansatte som Norske Skog samt de produserer papir og emballasje. I tillegg driver de aktiv med energiproduksjon og skogdrift slik at den totale produksjonen deres skal tilfredsstillende fremtidige bærekraftsmål.

10.1.2 UPM

UPM er et Finsk skogsindustrikonsern med hovedkontor i Helsinki som produserer skogsrelaterte produkter som tømmer, papir, tremasse og biokjemiske produkter. Selskapet ble dannet i 1980 og 1990 årene etter sammenslåinger ifra allerede eksisterende treforedlingsindustri innen særlig finsk skogsindustri (Wikipedia, 2021a). I dag er konsernet globalt med produksjon i mange land i Europa, Asia og Amerika, og har ca. 18000 ansatte. Omsetningen har de siste årene lagt på ca. 10 milliarder Euro, men i fjor ble den redusert til 8,5 milliarder Euro. UPM er blant verdens store treforedlingsbedrifter som på ulike måter videreutvikler skogsressursene til produkter som vi trenger i hverdagen. De er innen den samme verdikjeden som Norske Skog planlegger å bli en del av, men de har en mye bredere produktportefølje hvor de eier/kontrollerer i mye større grad råvarene som trengs for å lage de ulike produktene (UPM, 2021). Sammenlikning mot dette selskapet vil gi en bedre oversikt over bransjens potensiale som Norske Skog er en del av. I tillegg holder også dette selskapet på med omstillingen av produktporteføljen ifra tradisjonell papirproduksjon til mer forskningsbasert utnyttelse av tremasse som blant annet biokjemidelen er en del av.

10.1.3 Stora Enso

Stora Enso er også et selskap med hovedkontor i Finland som ble dannet i 1998 på grunnlag av en fusjon mellom det finske selskapet Enso-Gutzeit og det svenske selskapet Stora. Disse selskapene har røtter langt tilbake i tid som skogselskaper. Som UPM driver også Stora Enso med skogsrelaterte produkter med alt fra ulike papirprodukter, biokjemiske produkter og byggematerialer. Selskapet produserer- og selger internasjonalt over store deler av verden. I likhet med UPM eier også Stora Enso en god del av tømmeret de bruker i produksjonen selv. Omsetningen har de siste årene lagt på ca. 10 milliarder euro, men i fjor ble også den redusert til 8,5 milliarder Euro på lik linje med UPM. Begge disse to sistnevnte selskapene er relativt mye større enn Norske Skog (Stora Enso, 2021). Deres fokus er veldig likt som Norske Skog i og med at de prøver å utnytte sine erfaringer som en treforedlingsbedrift til å lage nye måter å foredle trevirke på.

10.1.4 Borregaard

Borregaard er en bedrift med hovedbase i Sarpsborg som utnytter tømmerressurser til å produsere produkter som skal erstatte oljebaserte. Ved hjelp av en stor forskningsavdeling utvikler bedriften nye produkter som kan brukes i tradisjonell industri, farmasøytisk industri og som egne produkter. Vaniljesmak laget fra tre til bruk som smakstilsetninger i mat er et produkt som de blant annet er kjent for (Borregaard, 2021a).

Borregaard er spennende som komparativt selskap i og med at det holder på med markedssegment som Norske Skog ønsker å bli en del av. Organisasjonsmessig er de i dag en veldig annerledes bedrift enn det Norske Skog har vært de siste årene. Papir til avis og magasinpapir er forholdvis enkel produksjon hvor utfordringen har vært å produsere et standardisert produkt til lavest mulig kostnad. Hos Borregaard er det veldig annerledes, og de har en forskningsavdeling med bortimot 90 forskere hvor omtrent 30% har doktorgrad (Borregaard, 2021b). Organisasjonsstrukturen må da i mye større grad være innovativ og nyskapende enn Norske Skog har hatt tradisjoner for i sin strømlinjeformede masseproduksjon av papir.

Utfordringen med disse selskapene er at de er noe forskjellige fra Norske Skog, både med tanke på produktvariasjon og størrelse på bedriften. Dette er likevel bedrifter som ligger innenfor de produktsegmentene som Norske Skog sikter seg inn mot.

10.2 Gjennomgang av multipler

10.2.1 Price/Earnings (P/E)

Her tar man utgangspunkt i prisen på en aksje ved et gitt tidspunkt, og deler det med resultatet pr. aksje. Sentralt her er forholdet mellom aksjekursen og selskapets årsresultat. Ut fra det kan man beregne om en aksje er dyr eller billig ut fra forventet inntjeningspotensial. Dette er ofte den meste brukte multiplikatoren ettersom den er enkel å bruke og lett å kommunisere til omverdenen. Svarene man får skal imidlertid tolkes med varsomhet fordi man ikke tar hensyn til ulike grader av risiko og kapitalbehov. På samme måte kan ulik gjeldsgrad mellom ellers like selskaper påvirke resultat etter skatt, og deretter igjen påvirke multiplikatoren. Dette er forhold man bør være obs på (Kaldestad og Møller, 2016).

En høy P/E gir uttrykk for at investorene forventer en høy inntjening i framtiden. Da vil resultatene være lave og aksjekursen høy i forhold til hverandre. En lav P/E får man når aksjeprisen er lav i forhold til inntjeningen. Det kan være et tegn på at aksjen er underpriset, men viser også at investorene har liten tro på aksjen (Zakamulin, 2019a).

Verdier ifra 14-20 viser normalt en riktig prising. Lavere verdier kan indikere underprising, men også forventning om reduserte inntekter. Høyere verdier kan indikere overprising, men også et stort potensial (Wikipedia, 2021b).

Tabell 18 - Price/Earnings for Norske Skog i 2020 og komparative selskaper

P/E (Price Earnings)	Norske Skog	Holmen AB	UPM	Stora Enso	Borregaard	Gjennomsnitt
2020	-1,4	32,0	29,2	19,4	38,4	23,5

Her ser vi at både Borregaard og Holmen har høye aksjeverdier i forhold til inntjeningen. Borregaard sin aksje har i løpet av siste år steget med 91% uten av inntjeningen eller resultat har økt nevneverdig. Det gjør at P/E har økt formidabelt. Etersom Norske Skog har en negativ P/E for 2020 blir det ikke regnet ut en aksjekurs basert på dette. Vi registrerer at P/E verdiene for de komparative selskapene er høy, og det kan indikere overprising eller et stort potensial for bransjen.

10.2.2 Price/book

Multipellen viser forholdet mellom markedsverdien av egenkapitalen og den bokførte verdien av egenkapitalen. Gir et bilde av selskapers evne til å skape verdier. En høy verdi viser at markedet forventer at selskapet vil klare å skape ytterligere verdier av allerede eksisterende verdier. En verdi på P/B under 1 betyr at markedet har forventninger om en forverring av egenkapitalen. Her ligger også potensialet til å gjøre gode investeringer for markedet kan gjøre feil i sine vurderinger (Kaldestad og Møller, 2016). Hva som er høy og lav varierer veldig ifra sektor til sektor. Særlig kapitalintensive har lavere verdier, slik som flertallet av selskapene her. IT relaterte selskaper har ofte mye høyere verdier (Zakamulin, 2019b).

Utfordringen med denne multiplikatoren er at ulik avskrivningsprofil kan påvirke resultatet. I tillegg vil immaterielle eiendeler som strukturkapital eller varemerke ikke i samme grad registreres, som for eksempel et konsultentselskap (Kaldestad og Møller, 2016).

Tabell 19 – Price/book for Norske Skog og komparative selskaper

P/B (Price book)	Norske Skog	Holmen AB	UPM	Stora Enso	Borregaard	Gjennomsnitt
2020	0,8	1,5	1,8	1,4	4,6	2,0
PriceBook Multiplikator	2,0					
Bokført egenkapital	3 218					
EV (Multiplikator * EBITDA)	6 428					
Est Markedsverdi (EV - netto gjeld)	5 828					
Est Aksjekurs	70,64					

Her ser vi tydelige forskjeller om at egenkapitalen til Norske Skog verdsettes langt mindre enn de andre selskapene. Særlig Borregaard verdsetter den markedsbaserte egenkapitalen høyt mot den bokførte. De andre tre selskapene drar også opp multiplikatoren, men i mindre grad. Norske Skog sin aksje verdsettes her til 70,64 NOK.

10.2.3 EV/EBITDA

EV/EBITDA muliggjør sammenlikning av den underliggende driften mellom ulike selskaper, og er derfor blant de mest brukte multiplene i forbindelse med kjøp og salg av selskaper. Man måler driftsresultatet før avskrivning, og tar dermed hensyn til forskjeller i avskrivningsmetoder, og tilfeldige finansinntekter (Kaldestad og Møller, 2016).

Også her varierer det veldig fra sektor til sektor om hva som er høye eller lave verdier. Noen mener at verdier under 7,5 kan være mulige oppkjøpskandidater (Zakamulin, 2020). Blir verdiene veldig høye er det lite inntekter i forhold til selskapsverdiene. Vekstselskaper som bioteknologiske selskaper har ofte høyere verdier enn selskaper i saktevoksende bransjer.

Tabell 20 - EV/EBITDA Norske Skog og komparative selskaper

EV\EBITDA	Norske Skog	Holmen AB	UPM	Stora Enso	Borregaard	Gjennomsnitt
2020	4,3	18,4	11,4	11,5	16,4	12,4
EV\EBITDA Multiplikator			12,4			
EBITDA			736			
EV (Multiplikator * EBITDA)			9 124			
Est Markedsverdi (EV - netto gjeld)			8 524			
Est Aksjekurs			103,32			

Vi ser her at det særlig er Holmen AB og Borregaard som drar opp gjennomsnittet, men også de to andre komparative selskapene har en del høyere verdier enn Norske Skog. Resultatet blir en aksjekurs for Norske Skog på 103,32 NOK, altså mer enn en tredobling av markedskursen den 4 februar 2021.

10.2.4 EV/Sales

Multiplikatoren viser sammenhengen mellom selskapsverdi og salgsinntekter. Denne multiplikatoren er en grov sammenlikning som forutsetter at de sammenliknende selskapene har omtrent samme fortjeneste på produktene de selger (Kaldestad og Møller, 2016). For våre selskaper er produktomfanget veldig variert, men metoden forteller noe om effektiviteten og bransjens potensiale. Norske Skog har sterkt fokus på kostnadseffektiv drift og vil trolig ha dårligere driftsmarginer enn avanserte biokjemiske produkter som for eksempel Borregaard lager. En slik sammenlikning vil derfor ha en viss betydning for selskapets fremtidige potensiale.

Ofte er anbefalte verdier ifra 1-3. En lavere verdi kan være et tegn på at aksjen er undervurdert, men kan også bety at fremtidige salgsprognoser er lave. Det sentrale er å se på selskaper innen samme sektor, og hvordan markedet tolker deres attraktivitet (Hayes og Boyle, 2020).

Tabell 21 - Ev/Sales Norske Skog og komparative selskaper

EV\SALES	Norske Skog	Holmen AB	UPM	Stora Enso	Borregaard	Gjennomsnitt
2020	0,3	4,1	1,0	1,4	3,5	2,1
EV\Sales Multiplikator			2,1			
Salg			9 613			
EV (Multiplikator * salg)			19 911			
Est Markedsverdi (EV - netto gjeld)			19 311			
Est Aksjekurs			234,08			

Her ligger Norske Skog på 0,3, noe som kan bety at aksjen er undervurdert, eller at forventningene til fremtidig salg er lave. Vi ser også her at Holmen AB og Borregaard drar opp snittet godt. Utregnet med multiplene vil Norske Skog aksjene få en verdi på 234,08 NOK, altså mer enn en syvdobling av kursen den 4 februar 2021.

10.2.5 Sammenstilling av multipler

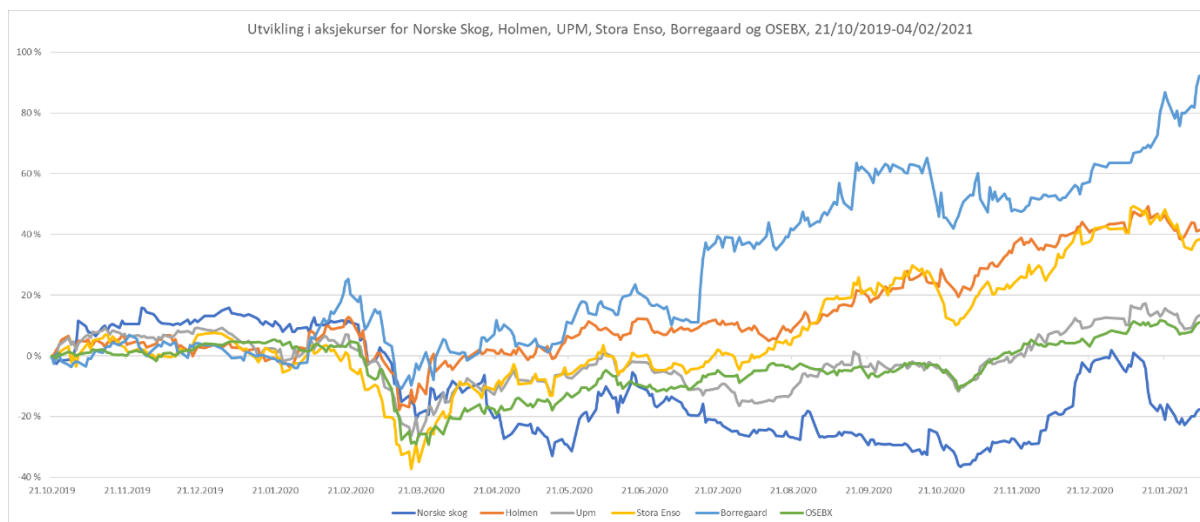
Når multiplene sammenstilles ser vi at alle tre multiplene gir adskillig høyere aksjeverdi enn hva kontantstrømsanalysen gir, og enda høyere enn hva børsverdiene sier den 4 februar 2021.

Tabell 22 - Estimert aksjekurs Norske Skog, komparativ analyse

Oppsummering aksjekurser	Aksjekurs
Price\book aksjekurs	70,64
EV\EBITDA aksjekurs	103,32
EV\SALES aksjekurs	234,08

Før vi konkluderer med komparativ analyse vil vi se på markedets utvikling.

10.3 Markedets utvikling



Figur 4 - Kursutvikling Norske Skog, komparative selskaper og Oslo Børs (OSEBX)

Figur 4 viser de komparative selskaperes aksjekursutvikling de siste årene. Særlig Borregaard har hatt kraftig vekst etter børsfallet i mars 2020. Norske Skog er deleier i Circa, så det uttalte strategiske målet er å komme seg ytterligere inn på det biokjemiske markedet. Dette er et vekstmarked som man antar vil øke i omfang og inntjening i årene som kommer. I tillegg vil denne sektoren være en viktig bidragsyter for å muliggjøre det grønne skiftet som verden er avhengige av for at vi mennesker og dyr fortsatt skal ha et godt sted å bo i årene fremover.

Hovedtrenden blant de komparative selskapene er at markedsverdien har steget mye siden 2018, mens EBITDA har endret seg mindre. For Holmen har økningen i EV/EBITDA vært fra 9,3 til 18,5 (MarketScreener, 2021b). For UPM har den vært fra 6,3 til 11,4 (MarketScreener, 2021c). For Stora Enso har den vært 5,4 til 12,2 (MarketScreener, 2021d). For Borregaard har den vært 9,7 til 14,1 (MarketScreener, 2021a). For alle de komparative selskapene skyldes økningen at EV har økt, mens EBITDA har vært omtrent uendret.

Det er tydelig at de komparative treforedlingsbedriftene er populære som investeringsobjekt, selv om inntjeningen ikke øker i takt med verdistigningen.. De andre treforedlingsbedriftene har klart å opprettholde mye av resultatmarginene selv under Covid-19. Årsaken kan være en variert produktportefølje av nødvendige varer som folk trenger også under en pandemi, i motsetning til Norske Skog som kun er innen papirsegmentet.

Figur 4 viser at de komparative selskapene har hatt en bedre utvikling i aksjekursene enn Norske Skog, spesielt det siste året. Enkelte av selskapene har også økt sin markedsverdi en del mer enn den generelle børsutviklingen slik figuren viser. Historisk har Oslo Børs en

oppgang på 81% de siste 5 årene, og spesielt har oppgangen etter børsfallet i mars 2020 vært kraftig. Det gir altså en høy verdsettelse av de komparative selskapene, og det kan være et par årsaker til det.

Lav styringsrente. Etter finanskrisen i 2008 skjedde det en markant nedgang i rentenivået i den vestlige verden. Etter Covid-19 er styringsrenten null i Norge, og omtrent det samme i den vestlige delen av verden. Grunnen til den lave renten er å hindre en fullstendig stopp i økonomien i forbindelse med nedstengningen av de fleste land i verden. Likevel ser vi at det lave rentenivået får noen konsekvenser, som for eksempel en kraftig økning i aksjeverdiene i mange selskap.

Grønne aksjer har på grunn av FN sine bærekraftsmål vært populære. I Norge blir Borregaard regnet som en grønn aksje. De andre komparative selskapene prøver også å være det, inkludert Norske Skog. Man ser det ved å lese års- og kvartalsrapportene at det legges mye arbeid i å redegjøre for hvor bærekraftige de er i sin produksjon og i fremstilling av sine ferdigprodukter. Dette gjelder både Norske Skog og de andre fire selskapene som ble brukt i den komparative verdsettelsen. Likevel har ikke dette ført til noen økning i aksjekursen for Norske Skog i denne perioden, kun de komparative selskapene

10.4 Oppsummering og kritikk

Vi ser at de fire komparative selskapene er høyt verdsatt sammenliknet med Norske Skog, noe som gjør at når man bruker komparativ verdsettelsesmetode dras verdien til Norske Skog oppover. De tre utregningene i kapittel 10.2 viser fra en tredobling til mer enn en syvdobling av estimert verdi sammenliknet med dagens aksjepris. Det er tydelig at den komparative verdsettelsen vil høyne prisen på Norske Skog aksjen, noe som indikerer at investorene ser på konkurrentene som potensielt innbringende og fremtidsrettet. Særlig gjelder dette Borregaard og biokjemidelen som kan være med på å skaffe til veie nye bærekraftige alternativer som erstatning for olje.

De komparative selskapene har alle lang fartstid i bransjen, og alle unntatt Borregaard har en variert produktportefølje. Borregaard er spesialisert innen biokjemi som man anslår har et stort vekstpotensial. Selv om UPM og Stora Enso fikk mindre inntjening i 2020, klarte de likevel å gå med overskudd. For Holmen og Borregaard var inntjeningen tilnærmet normal selv under en pandemi. Det klarte ikke Norske Skog som tapte omtrent 1,8 milliarder NOK i 2020. Selskapets inntjeningsevne er derfor mer usikker, noe som innebærer økt aksjerisiko.

Komparativ verdsettelse angir en potensielt stor oppside for Norske Skog-aksjen hvis de lykkes med sin nye strategi. Dette resultatet må likevel behandles med forsiktighet. Som spesifisert i kapittel 4 er metoden sårbar for et høyt priset marked. Vi ser at aksjekursene har steget kraftig for enkelte av de komparative selskapene, noe som også gjør at multiplene stiger kraftig uten at EBITDA-en har endret seg.

Metoden forutsetter også at man finner gode sammenlignbare selskaper. De øvrige selskapene er i dag mer diversifiserte enn Norske Skog, og befinner seg i en situasjon som Norske Skog ønsker å komme til. De tre utregningene med multipler verdsetter Norske Skog ifra 70 NOK til over 230 NOK. Disse analysene tar vi med oss inn i den endelige fastsettelsen av Norske Skog sine underliggende verdier.

11 Gjennomgang av resultater

11.1 Funn

I den fundamentale analysen av Norske Skog ble det estimert en aksjekurs på 40,7 NOK den 4. februar 2021, basert på de underliggende verdiene i Norske Skog. Likevel er det betydelig usikkerhet knyttet til dette tallet. Vi skal nå ved hjelp av Penmans rammeverk trekke sammen opplysningene vi har skaffet oss.

11.1.1 Forstå virksomheten

I strategigjennomgangen (kap. 5) har det blitt påpekt hvordan selskapet opererer i en bransje som er nedadgående, primært som følge av digitalisering i samfunnet. Selskapets ledelse har også oppfattet dette, og arbeider med endring av produktsammensetning til blant annet biokjemi, energigjenvinning og emballasjeproduksjon.

Selskapet har startet med energigjenvinning og biokjemi, men det er fortsatt en veldig liten del av omsetningen, og synes derfor nesten ikke i regnskapet. Det er også presentert gode planer for produksjon av emballasje, som man antar vil være en nærliggende produksjonsmetode til produksjon av avisepapir. Dersom denne investeringen gjennomføres vil Norske Skog kunne bruke sin kompetanse i en bransje som sannsynligvis vil øke i årene framover på grunn av netthandel.

Driften av papir til aviser og magasin viser at Norske Skog er flinke til effektiv drift når salgsnivået er tilpasset kapasiteten. Da er lønnsomheten høy, men en kan også se at når salgsinntektene plutselig reduseres, slik som Covid-19 førte til, reduseres driftsmarginene betraktelig. Analysen viser også at selskapet er utsatt for svingninger i både råvarepriser og salgspriser på ferdigproduktene. De eier ikke råvarene sine selv slik mange av konkurrentene, og driftsmarginene kan presses av både leverandørene og kundene. Likevel ser man at de tilhører en bransje med et stort markedspotensial, og at treforedling kan bli lønnsom og viktig i omstillingen til mer bærekraftige produkter.

11.1.2 Analyser tilgjengelig informasjon

Den regnskapsmessige gjennomgangen (kap. 6) er basert på kun få år med data, noe som skyldes omstruktureringen av selskapet. Etter at selskapet startet opp igjen, uten så mye gjeld, viste regnskapet gode tall i 2018 og 2019. Regnskapstallene ble hardt påvirket av Covid-19

krisen i 2020 og det dramatiske fallet i etterspørsel. Samtidig er en god del av tapet i 2020 knyttet til verdsettelse av derivater, og er derfor uten kontantstrømeffekt.

Den økonomiske analysen viser at selskapet er i stand til å dekke sine forpliktelser med både likviditetsgrad 1 rett under 2, og likviditetsgrad 2 er på litt over 1. Egenkapitalen ble redusert i 2020 slik at gjeldsgraden har økt, og selskapet har nå en egenkapitalsgrad på ca 41%. Dette er noe lavere enn gjennomsnittet for norske aksjeselskap på 46%, men ikke avskrekkende dårlig.

Gjennom strategisk analyse ser man at Norske Skog har et mulig konkurransefortrinn i gode relasjonelle ressurser. Selskapet er utsatt for svingninger i råvarepriser, ferdigvarepriser og valutasvingninger. Dette kan påvirke fortjenestemarginene i både positiv og negativ retning. Selskapet opererer primært i et marked som har blitt redusert betraktelig over mange år, og det er et absolutt behov for å utvide forretningsområdene.

Totalt sett har Norske Skog en ordnet økonomi etter omstruktureringen, og selskapets relasjonelle ressurser er et godt fundament å bygge videre på i utviklingen av nye markedssegmenter for bedriften.

11.1.3 Utvikle prognoser

Fremtidsprognosene (kap. 8) ble laget på bakgrunn av strategi- og regnskapsanalysene. Sistnevnte viser historiske data om hvordan driften av selskapet har vært, mens den strategiske analysen har vurdert selskapets interne ressurser sammen med omgivelsene. Med dette som utgangspunkt er det laget en fremtidsprognose for den frie kontantstrømmen. Bak den frie kontantstrømmen ligger det antakelser om fremtidige salgsinntekter, bruttofortjenestemargin, lønnskostnader, skatt, avskrivninger, arbeidskapital med mer. Å lage fremtidsprognoser bygger på mange antakelser og usikkerhetsmomenter, men vil likevel kunne gi en mulighet til å fastsette fremtidige kontantstrømmer til selskapet.

11.1.4 Konvertere prognoser til verdsettelse

Etter å ha utviklet en prognose for kontantstrøm til totalkapitalen er det benyttet vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC) som avkastningskrav. Egenkapitalavkastningskravet er beregnet ved hjelp av kapitalverdimodellen (kap. 4 og kap. 7). Her er det benyttet en risikofri rente på 1,2%, beregnet en beta på 0,82, markedets risikopremie på 5% og småbedriftspremie på 1,5%. Dette har gitt et egenkapitalavkastningskrav på 6,7%. Fra utestående obligasjonslån er det benyttet en rente på 5,5%.

Til sammen har dette gitt et avkastningskrav for kontantstrøm til totalkapitalen på 5,33% som benyttes til å diskontere de estimerte fremtidige kontantstrømmene. Summen av fremtidige kontantstrømmer gir en selskapsverdi på 4083 MNOK. Dette gir igjen en estimert aksjekurs på 40,7 NOK på de underliggende verdiene til Norske Skog utfra fundamental verdsettelse.

11.2 Beslutning om investering

Det siste leddet i Penmans rammeverk er å handle på informasjonen som har framkommet i den fundamentale analysen. I oppgaven har vi også gjennomført sensitivitetsanalyser og en komparativ vurdering, og vil gjennomgå disse før vi konkluderer med en investorbefaling.

11.2.1 Usikkerhetsmomenter i underliggende verdier

Sensitivitetsanalysene viser at det er betydelig usikkerhet knyttet til fremtidsregnskapet. Det vises veldig tydelig at en fortsatt nedgang i etterspørselen kan påvirke både salgsinntekter og bruttofortjenestemargin, og små utslag på dette gir store utslag på aksjekursen. Dette gjelder i både positiv og negativ retning. Dersom det for eksempel blir en utflating i etterspørselsfallet, kan Norske Skog potensielt være et godt selskap. Hvis man også lykkes med diversifiseringsprosjektene kan man se at det er potensiale for en økning i selskapsverdi, og derfor potensiell økning i aksjekurs. Samtidig ser vi også at en økning i avkastningskravet raskt reduserer aksjeverdien. Blir avkastningskravet 10%, er ikke aksjeverdien høyere enn 22,41 NOK. Endringer i bruttofortjenestemarginen fører også med seg store endringer. Stiger den til 0%, vil aksjekursen bli på 81,59 NOK. Reduseres den til -1%, vil verdiene kun bli 19 øre.

Oppsummert viser sensitivitetsanalysen at Norske Skog er en risikabel investering, men med potensiell høy avkastning dersom de lykkes med sin nye strategi.

11.2.2 Bransjens potensiale

I den komparative verdsettelsen har vi regnet oss frem til tre ulike verdier på aksjen til Norske Skog. Forskjellene er store, fra 70 NOK til over 230 NOK. pr. aksje. Samtidig har vi også sett at de komparative selskapene er særlig høyt verdsatt som følge av lave renter og investeringer i grønne selskaper. Det er noe usikkerhet om det komparative markedet prises for høyt. I tillegg viser våre komparative selskaper fremtidspotensialet dersom Norske Skog sine planlagte strategier lykkes. Derfor velger vi å ikke benytte den komparative kursen i en

endelig fastsettelse av de underliggende verdiene den 4 februar 2021. Analysen er likevel nyttig informasjon fordi vi ser at det kan være meget stort potensiale for økning i aksjeverdier dersom markedet får troen på at Norske Skog lykkes med sin nye strategi.

11.3 Konklusjon

Den fundamentale analysen viser at Norske Skog som selskap har gode relasjonelle ferdigheter, og en evne til å oppnå gode økonomiske resultater under gunstige forhold. Analysen viser også at selskapet er sårbart for uforutsette hendelser, slik som Covid-19. Sensitivitetsanalysen og den komparative analysen bekrefter denne tolkningen ytterligere. Det er en stor oppside i aksjen dersom Norske Skog lykkes med sin nye strategi, men verdien er sårbar for endringer i salgsinntekter og bruttofortjenestemargin. Med dette som bakgrunn velger vi derfor å ta utgangspunkt i verdien på 40,7 NOK fra den fundamentale analysen som den underliggende aksje verdien til Norske Skog.

Når vi sammenligner 40,7 NOK mot aksjekursen pr 4. februar 2021 på 31,3NOK ser vi at det er en potensiell oppside i aksjen på 30,0%. Vi anslår derfor at aksjekursen undervurderer de underliggende verdiene i selskapet, og vi gir derfor en kjøpsanbefaling på aksjen.

11.4 Kritikk av oppgaven

Norske Skog har vært et utfordrende selskap å verdsette. De opererer i en nedadgående bransje, men har påbegynt en omstillingsprosess ved å utvide forretningsområdene. De har relativt nylig vært konkurs, noe som har medført kort historikk over regnskapstall. Årsresultatet har også variert kraftig de siste årene, noe som har gjort det utfordrende å finne den røde tråden i tallene. Oppsummert gjør dette at man tar forutsetninger underveis i analysen som øker usikkerheten i oppgaven.

Det er også utfordrende å skrive en oppgave der man tar utgangspunkt i markedsverdi på en gitt dato. Det har skjedd flere vesentlige begivenheter for Norske Skog etter 4. februar, blant annet børsnotering av Circa og utstedelse av et nytt obligasjonslån, og det har vært utfordrende å ikke hensynte denne informasjonen.

Det har også vært en stor utfordring at 2020 ble meget påvirket av Covid-19 krisen. Det kraftige fallet i inntekter og svake årsresultatet for 2020 har gjort det utfordrende å finne en rød tråd i regnskapstallene. Samtidig ser man at aksjemarkedet steg kraftig i 2020, og dette har økt usikkerheten i den komparative analysen.

12 Litteraturliste

- Amundsen, B. (2018) *Hva skjer med plast som kastes eller resirkuleres*. Tilgjengelig fra: <https://forskning.no/forurensning-miljo-plast/hva-skjer-med-plast-som-kastes-eller-resirkuleres/1207646> (Hentet: 13. mars 2021).
- Borregaard (2021a) *Borregaard*. Tilgjengelig fra: <https://www.borregaard.com/> (Hentet: 4. april 2021).
- Borregaard (2021b) *En karriere i vår forskningsavdeling*. Tilgjengelig fra: <https://www.borregaard.com/no/om-oss/forskning-innovasjon/en-karriere-i-var-forskningsavdeling/> (Hentet: 12. april 2021).
- Bryhn, R. (2019) *Norske Skog Store norske leksikon*. Tilgjengelig fra: https://snl.no/Norske_Skog (Hentet: 15. januar 2021).
- Bøhren, L. (2021) God kjemi for Norske Skog: Tar ny miljøsatsing på børs, *E24.no*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/den-groenne-oekonomien/i/qAv5VO/god-kjemi-for-norske-skog-tar-ny-miljoesatsing-paa-boers> (Hentet: 9. mars 2021).
- Bøhren, Ø., Michalsen, D. og Norli, Ø. (2017) *Finans: Teori og praksis*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Bøhren, Øyvind & Gjærum, P.I., (2016) *Finans: innføring i investering og finansiering*, Bergen: Fagbokforlaget.
- Dalen, S. (2019) *En studie av Norske Skog*. Masteroppgave. NTNU. Tilgjengelig fra: <https://ntnuopen.ntnu.no/ntnu-xmlui/handle/11250/2602782> (Hentet: 16. februar 2021).
- Damodaran, A., 2012. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*, 3 utgave., Hoboken, N.J: Wiley.
- Finanstilsynet, 2020 *Markedsmisbruksforordningen* Tilgjengelig fra <https://www.finanstilsynet.no/tema/markedsmisbruksforordningen-mar/> (Hentet: 25. april 2021)
- Fjeldstad, Ø. D. og Lunnan, R. (2018) *Strategi*. 2. utgave Bergen: Fagbokforlaget.
- FN (2021) *FNs bærekraftsmål*. Tilgjengelig fra: <https://www.fn.no/om-fn/fns-baerekraftsmaal> (Hentet: 21. februar 2021).
- Giæver, H. (2020) I 2019 hadde Norske Skog milliardomsetning og sjefen fikk 7,5 millioner i bonus. Nå har de sendt permitteringsvarsel til 50 ansatte, *Dagens Næringsliv*, 25. mars 2020. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/marked/norske-skog/sven-ombudstvedt/koronaviruset/i-2019-hadde-norske-skog-milliardomsetning-og-sjefen-fikk-75-millioner-i-bonus-na-har-de-sendt-permitteringsvarsel-til-50-ansatte/2-1-780624> (Hentet: 2. mars 2021).
- Haug, L. O. (2016) Ikea kjøper skog, *Bondebladet*. Tilgjengelig fra: <https://www.bondebladet.no/article/ikea-kjoper-skog/> (Hentet: 22. februar 2021).
- Hayes, A. og Boyle, M. J. (2020) *Enterprise Value-to-Sales-EV/Sales Definition*. Tilgjengelig fra: <https://www.investopedia.com/terms/e/enterprisevaluesales.asp> (Hentet: 3. mars 2021).
- Holmen (2021) *Holmen*. Tilgjengelig fra: <https://www.holmen.com/> (Hentet: 3. mars 2021).
- Jensen, M. H. (2017) Den største leverandøren av avisepapir er i krise. *Journalisten*. Tilgjengelig fra: <https://journalisten.no/per-axel-koch-papirkjop-norske-skog/den-storste-leverandoren-av-avisepapir-er-i-krise/278830> (Hentet: 16. januar 2021).

- Johannessen, A., Christoffersen, L. og Tufte, P. A. (2011) *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag*. 3. utgave. Oslo: Abstrakt forlag AS.
- Kaldestad, Y. & Møller, B., (2016). *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* 2. utgave., Bergen: Fagbokforlaget.
- Kinserdal, F. (2017) Verdssettelse - Ulike Metoder Gir Samme Verdi, *Magma*, Nr 3-2017. s. 54-67.
- Kirknes, L. M. (2019) Strømmen blir dyrere, men NorthConnect-kabelen vil være lønnsom, mener NVE, *FriFagbevegelse*. Tilgjengelig fra: <https://frifagbevegelse.no/nyheter/strommen-blir-dyrere-men-northconnectkabelen-vil-vare-lonnsom-mener-nve-6.158.666295.21bf33f719> (Hentet: 1. februar 2021).
- Kongsnes, A. (2020) Ber stortinget begrense kjedemakt, *Matindustrien*. Tilgjengelig fra: <https://matindustrien.no/nyheter/2020/ber-stortinget-begrense-kjedemakten> (Hentet: 12. mars 2021).
- Kristoffersen, T. (2016). *Årsregnskapet: en grunnleggende innføring* 5. utg., Bergen: Fagbokforlaget.
- Kvale, A. N. (2018) Oceanwood kjøper Norske Skog, *Dagens Næringsliv*. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/industri/oceanwood-kjoper-norske-skog/2-1-329889> (Hentet: 15. januar 2021).
- Lynch, R. (2018) *Strategic Management*. Harlow: Pearson.
- MarketScreener (2021a) *Valuation Borregaard*. Tilgjengelig fra: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/BORREGAARD-ASA-11751909/financials/> (Hentet: 25. april 2021).
- MarketScreener (2021b) *Valuation Holmen AB*. Tilgjengelig fra: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/HOLMEN-AB-PUBL-43213878/financials/> (Hentet: 25. april 2021).
- MarketScreener (2021c) *UPM-KYMMENE*. Tilgjengelig fra: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/UPM-KYMMENE-OYJ-1412565/financials/> (Hentet: 25. april 2021).
- MarketScreener (2021d) *Stora Enso*. Tilgjengelig fra: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/STORA-ENSO-OYJ-1412452/financials/> (Hentet: 25. april 2021).
- Moe, S. (2020) Industrien vil stanse nettleieøkningen under pandemien, *E24*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/kJlg0X/industrien-vil-stanse-nettleieokning-under-pandemien> (Hentet: 12. februar 2021).
- Mullis, M. E. (2020) Norsk banebrytende teknologi: Utvikler batterier av sagflis, *Nettavisen*, 10. august 2020. Tilgjengelig fra: <https://www.nettavisen.no/okonomi/norsk-banebrytende-teknologi-utvikler-batterier-av-sagflis/s/12-95-3424002568> (Hentet: 30. januar 2021).
- Nielsen, A. (2007) Kraftkrise nå, solgte 13 kraftverk i 2003, *Dagsavisen*. Tilgjengelig fra: <https://www.dagsavisen.no/nyheter/innenriks/2007/12/05/kraftkrise-na-solgte-13-kraftverk-i-2003/> (Hentet: 30. januar 2021).
- Norges Bank (2021a) *Styringsrenten uendret på null prosent*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2021/januar-2021/> (Hentet: 2. april 2021).

Norges Bank (2021) *Statsobligasjoner daglige noteringer*. Tilgjengelig fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/> (hentet 2. april 2021)

Norske Skog (2012) *Norske Skog 50 år*. Tilgjengelig fra: https://www.norskeskog.com/Files/HTML/FiftyYears/NorskeSkog_Jubileum_NO_low.pdf (Hentet: 31. januar 2021).

Norske Skog (2018) *Oceanwood overtar formelt Norske Skog AS*. Tilgjengelig fra: <https://www.norskeskog.com/About-Norske-Skog/Press-room/Press-releases/English-press-releases/> (Hentet: 31. januar 2021).

Norske Skog (2018b) *2017 ANNUAL REPORT*. Tilgjengelig fra: <https://www.norskeskog.com/About-Norske-Skog/Reports> (Hentet: 31. januar 2021).

Norske Skog (2019) *2018 ANNUAL REPORT*. Tilgjengelig fra: <https://www.norskeskog.com/About-Norske-Skog/Reports> (Hentet: 31. januar 2021).

Norske Skog (2020a) *2019 ANNUAL REPORT*. Tilgjengelig fra: <https://www.norskeskog.com/About-Norske-Skog/Reports> (Hentet: 31. januar 2021).

Norske Skog (2020b) *Third quarter 2020*. Tilgjengelig fra: <https://www.norskeskog.com/About-Norske-Skog/Reports> (Hentet: 31. januar 2021).

Norske Skog (2020c) *Norske Skog to enter the European packaging markets*. Tilgjengelig fra <https://www.norskeskog.com/About-Norske-Skog/Press-room/Press-releases/English-press-releases/> . (Hentet 15. januar 2021)

Norske Skog (2020d) *First quarter 2020*. Tilgjengelig fra: <https://www.norskeskog.com/About-Norske-Skog/Reports> (Hentet: 31. januar 2021).

Norske Skog (2020e) *Second quarter 2020*. Tilgjengelig fra: <https://www.norskeskog.com/About-Norske-Skog/Reports> (Hentet: 31. januar 2021).

Norske Skog (2021) *Fourth Quarter 2020*. Tilgjengelig fra: <https://www.norskeskog.com/About-Norske-Skog/Reports> (Hentet: 4. februar 2021).

Oppen, M., Mørk, B. E. og Haus, E. (2020) *Kvantitative og kvalitative metoder i merkantile fag*. Oslo: Cappelen Damm as.

Opstad, L. (2015) *Innføring i makroøkonomi for økonomisk-administrative studier*. 2. utg. Trondheim: Cappelen Damm Akademisk.

Penman, S.H., (2013). *Financial statement analysis and security valuation* 5. utgave, International., New York: McGraw-Hill.

Proff (2021) *Mediebedriftenes Landsforening*. Tilgjengelig fra: <https://www.proff.no/roller/papirkj%C3%B8p-as/oslo/papir-og-papirprodukter-engros/IFZIOWS10K0/> (Hentet: 14. februar 2021).

PWC (2020) *Risikopremien i det norske markedet*. Tilgjengelig fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2020.pdf> (hentet 25. april 2021)

Regnskogfondet (2021) *Papirindustri ødelegger regnskogen, Regnskogfondet*. Tilgjengelig fra: <https://www.regnskog.no/no/om-regnskogen/derfor-forsvinner-regnskogen/papirindustrien-odelegger-regnskogen> (Hentet: 12. februar 2021).

Røtnes, R. et al. (2020) *Verdiskapingspotensial i nye anvendelser av massevirke og sidetømmer. Innovasjon Norge*. Tilgjengelig fra: <https://www.innovasjon Norge.no/contentassets/7b754bfb24b744e29b044a863be9d971/r33->

[2019-verdiskapingspotensial-i-nye-anvendelser-av-massevirke-og-sidestrommer-.pdf](#) (Hentet: 4. mars 2021).

SSB (2019) *Import og eksport av tømmer*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/394516/import-og-eksport-av-tommer.kubikkmeter> (Hentet: 26. januar 2021).

SSB (2020) *Norsk mediebarometer*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/medie> (Hentet: 17. februar 2021).

Steinset, T. A. (2021) Første nedgang i tømmerhogsten siden 2009, *Statistisk sentralbyrå*. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/artikler-og-publikasjoner/forste-nedgang-i-tommerhogst-og-priser-siden-2009> (Hentet: 7. februar 2021).

Stora Enso (2021) *Stora Enso strategy*. Tilgjengelig fra: <https://www.storaenso.com/en/about-stora-enso/our-strategy> (Hentet: 4. april 2021).

Sverderup-Thygeson, A. (2016) Viktige valg for skogen, *Aftenposten innsikt*, 4. april 2016. Tilgjengelig fra: <https://www.aftenposteninnsikt.no/klimamilj/viktige-valg-skogen> (Hentet: 30. januar 2021).

TenkTre (2020) *Alt som kan lages av olje, kan også lages av tre*. Tilgjengelig fra: enktre.no/a/alt-som-kan-lages-av-olje (Hentet: 12. februar 2021).

UPM (2021) *Business Modell*. Tilgjengelig fra: <https://www.upm.com/investors/upm-as-an-investment/business-model/> (Hentet: 4. april 2021).

Wikipedia (2021) *Holmen*. Tilgjengelig fra: [https://en.wikipedia.org/wiki/Holmen_\(company\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Holmen_(company)) (Hentet: 4. april 2021).

Wikipedia (2021a) UPM(company) *Wikipedia*. Tilgjengelig fra: [https://en.wikipedia.org/wiki/UPM_\(company\)](https://en.wikipedia.org/wiki/UPM_(company)) (Hentet: 4. april 2021).

Wikipedia (2021b) P/E, i Wikipedia (red.). *Wikipedia*. Tilgjengelig fra: <https://no.wikipedia.org/wiki/P/E> (Hentet: 8. mars 2021).

Zakamulin, D. (2019a) *Hvordan bruke P/E Ratio*. Tilgjengelig fra: <https://www.nordnet.no/blogg/hvordan-bruke-p-e-ratio/> (Hentet: 8. mars 2021).

Zakamulin, D. (2019b) *P/B Ratio*. Tilgjengelig fra: <https://www.nordnet.no/blogg/p-b-ratio/> (Hentet: 8. mars 2020).

Zakamulin, D. (2020) *Enterprice Value og EV/EBITDA*. Tilgjengelig fra: <https://www.nordnet.no/blogg/enterprice-value-og-ev-ebitda/> (Hentet: 8. mars 2021).

Aakre, G. (2018) Norske Skog sjefen bekymret for råstofftilgang, *Norsk Skogeierforbund*. Tilgjengelig fra: <https://www.skog.no/nyheter/norske-skog-sjefen-bekymret-for-rastofftilgang/> (Hentet: 14. februar 2021).

