

**Eirik Grav**  
**Frikk Hald Andersen**  
**Peder Brown Eriksen**  
**Silas Aune**  
**Simen Nordskog**

# Verdsettelse av Swedish Match AB

Semesteroppgave i Økonomi og Administrasjon, Vår 2021

NTNU Handelshøyskolen  
Fakultetet for Økonomi  
Norges Teknisk-Naturvitenskapelige Universitet





## Forord

I denne oppgaven skal det utføres en verdsettelse av det svenske aksjeselskapet Swedish Match AB. En verdsettelse av dette selskapet virket interessant og naturlig for oss, da deres produkter er kjente for oss og er mye brukt i våre kretser og samfunnet generelt. Det er derfor ekstra interessant å kunne ta for seg en bedrift vi føler en viss tilknytning til.

Oppgaven fungerer som en avsluttende oppgave for vårt studium i faget økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen, med fordypning i finansiell styring. Gjennom vårt studieforløp på NTNU har vi opparbeidet oss kunnskap i temaene finans, økonomisk styring og strategi, og gjennom denne semesteroppgaven har vi hatt mulighet til å kombinere og benytte oss av denne kunnskapen i et praktisk arbeid.

En stor takk rettes til vår faglige veileder Morten Kringstad. Han har gitt oss kjappe tilbakemeldinger og konstruktiv veiledning gjennom hele prosessen.

Denne oppgaven regnes som selvstendig. Dette betyr at NTNU ikke innestår for de metodene som er brukt, resultatene vi har kommet frem til eller konklusjonene som vi har trukket i denne oppgaven.

Eirik Grav  
Frikk Hald Andersen  
Peder Brown Eriksen  
Silas Aune  
Simen Nordskag

Trondheim, April 28, 2021

## Sammendrag

I vår oppgave har vi sett nærmere på Swedish Match AB (SWMA). Vår problemstilling er å estimere aksjeprisen til SWMA per 31.12.2020. Dette løser vi ved hjelp av offentlig tilgjengelig informasjon.

Vi starter med en selskaps- og bransjebeskrivelse, der vi ser nærmere på SWMA sin historie, visjon og strategi, og de forskjellige markedene som SWMA er etablert i. Markedene er i største grad tobakk, fyrstikker og lightere. Videre i oppgaven ser vi på metode, der vi går dypere inn på selve teorien rundt det å gjennomføre en undersøkelse. Herunder dekkes undersøkelsesdesign, datainnsamling, validitet og reliabilitet. Videre i oppgaven gjennomfører vi en strategisk analyse av SWMA, både på interne og eksterne forhold. I den interne analysen er det VRIO-analyse vi benytter oss av. For den eksterne analysen tar vi i bruk PESTEL, femkraftsmodellen og SWOT.

Etter eksterne og interne analyser av selskapet og bransjen ser vi på regnskapet. I denne delen ser vi på en rekke nøkkeltall. Marginer, kapitalavkastning, vekst og likviditet er tema vi dekker under denne analysen. Etter analyse av regnskapet utarbeider vi en prognose av fremtidige kontantstrømmer. Vi ser på historisk vekst og estimerer fremtidige kontantstrømmer for 4 forskjellige segmenter i SWMA.

Videre i oppgaven ser vi på avkastningskrav. I denne delen dekker vi teorien knyttet til selve avkastningskravet og beregner avkastningskravet til å være 4,25%. Vi ser også på P/E (*price-earnings ratio*), samt sammenligner P/E med «peers» i markedet.

Vi bruker diskontert kontantstrømetoden for å verdsette SWMA, og estimerer en aksjepris på 1598,04 SEK per 31.12.2020. Ved bruk av historisk P/E for SWMA estimerer vi en pris på 567 SEK per 31.12.2020, mens ved sammenligning av P/E-multippelen hos relevante konkurrenter estimerer vi en pris på 493 SEK per aksje. Den faktiske aksjeprisen per 31.12.2020 var 637,80 SEK.

## Abstract

In this thesis we will conduct a valuation of Swedish Match AB (SWMA) and calculate a stock price for the company. This will be done through analysing publicly available information.

We start off with a description of the company and present SWMA's history, vision and strategy, and the industry SWMA operates in. The main markets include the tobacco market and match market. Further we will present the methodology used for this thesis, including survey design, data collection, validity and reliability. A strategic analysis will be carried out for both internal and external conditions. The internal analysis is a VRIO analysis and for the external analysis we used PESTEL, Porter's 5 forces and SWOT.

Further we conducted a quantitative analysis and looked into SWMA's financial statements and calculated key figures. An estimate of future cash flow was made, and used in the discounted cash flow method for valuation of the company. The result was a stock price of 1598,04 SEK. Two market-based valuation methods were also carried out. By using historical P/E for SWMA we estimated a stock price of 567 SEK, while a comparison of P/E multiples at relevant competitors estimated a stock price of 493 SEK. The actual stock price on December 31th 2020 was 637,80 SEK.



# Innholdsfortegnelse

<b>1 Innledning</b>	<b>1</b>
1.1 Problemstilling . . . . .	1
1.2 Begrensninger . . . . .	1
<b>2 Selskap -og bransjebeskrivelse</b>	<b>3</b>
2.1 Selskapsbeskrivelse . . . . .	3
2.1.1 Historie . . . . .	3
2.1.2 Visjon og strategi . . . . .	4
2.2 Bransjebeskrivelse . . . . .	5
2.2.1 Tobakksmarkedet . . . . .	5
2.2.2 Marked for fyrstikker og lightere . . . . .	7
<b>3 Metode</b>	<b>9</b>
3.1 Utvikling av problemstilling . . . . .	9
3.2 Undersøkellesdesign . . . . .	9
3.2.1 Ekstensiv (bredt) og intensivt (dypt) . . . . .	9
3.2.2 Kausal (forklarende) eller deskriptiv (beskrivende) . . . . .	9
3.3 Datainnsamling . . . . .	10
3.3.1 Kvantitativ tilnærming . . . . .	10
3.3.2 Kvalitativ tilnærming . . . . .	10
3.3.3 Sekundærdata og primærdata . . . . .	10
3.4 Validitet og reliabilitet . . . . .	11
3.4.1 Validitet . . . . .	11
3.4.2 Reliabilitet . . . . .	11
<b>4 Strategisk analyse</b>	<b>13</b>
4.1 Intern analyse – VRIO . . . . .	13
4.1.1 Materielle ressurser . . . . .	13
Fysisk kapital . . . . .	13
Finansiell kapital . . . . .	14
4.1.2 Immaterielle ressurser . . . . .	14
Human kapital . . . . .	14
Organisasjonsressurser . . . . .	14
Nettverkskapital . . . . .	15
4.2 Ekstern analyse . . . . .	15
4.2.1 PESTEL-analyse . . . . .	16
Politiske og juridiske forhold . . . . .	16

## Innholdsfortegnelse

Økonomisk forhold . . . . .	17
Teknologiske forhold . . . . .	18
Sosiale forhold . . . . .	18
Miljømessige forhold . . . . .	19
4.2.2 Femkraftsmodellen . . . . .	19
Kundenes forhandlingsstyrke . . . . .	20
Leverandørens forhandlingsstyrke . . . . .	20
Trusler fra fremtidige konkurrenter . . . . .	20
Trusler fra nære substitutter . . . . .	21
Konkurransesituasjonen . . . . .	22
4.3 Oppsummering i en SWOT-analyse . . . . .	22
<b>5 Regnskapsanalyse . . . . .</b>	<b>25</b>
5.1 Marginer . . . . .	25
5.2 Kapitalavkastning . . . . .	26
5.3 Vekst . . . . .	27
5.4 Finansiell struktur . . . . .	28
5.5 Likviditet . . . . .	29
5.6 Kontantstrøm . . . . .	30
5.7 Oppsummering . . . . .	31
<b>6 Prognose av fremtidig kontantstrøm . . . . .</b>	<b>33</b>
6.1 Historisk vekst . . . . .	33
6.2 Drivere av fremtidig vekst . . . . .	33
6.2.1 Røykfri-segmentet . . . . .	34
6.2.2 Sigar-segmentet . . . . .	36
6.2.3 Tennprodukter . . . . .	38
6.2.4 Andre segmenter . . . . .	39
6.3 Fremtidens resultatregnskap . . . . .	40
<b>7 Avkastningskrav . . . . .</b>	<b>41</b>
7.1 Teori . . . . .	41
7.1.1 Kapitalverdimodellen (CAPM) . . . . .	41
7.1.2 Risikofri rente . . . . .	42
7.1.3 Beta . . . . .	42
7.1.4 Markedets risikopremie . . . . .	44
7.2 Beregning av avkastningskrav . . . . .	44
7.2.1 Risikofri rente . . . . .	44
7.2.2 Markedets risikopremie . . . . .	44
7.2.3 Beta . . . . .	44
7.2.4 Avkastningskrav CAPM . . . . .	45
7.3 Weighted Average Cost of Capital (WACC) . . . . .	46
7.3.1 Avkastning på gjeld . . . . .	46
7.3.2 Kapitalstruktur . . . . .	47



7.3.3	Beregning av WACC . . . . .	47
<b>8</b>	<b>Verdsettelse</b>	<b>49</b>
8.1	Valg av verdsettelsesmetode . . . . .	49
8.2	Verdsettelse ved bruk av diskontert kontantstrøm . . . . .	50
8.2.1	Terminalverdi . . . . .	50
8.2.2	Utregning . . . . .	50
8.3	Markedsbasert verdsettelse . . . . .	50
8.3.1	Historisk P/E for Swedish Match . . . . .	52
8.3.2	Sammenlikning med "peers" . . . . .	53
8.4	Svakheter ved markedsbasert verdsettelse . . . . .	54
<b>9</b>	<b>Sensitivitetsanalyse</b>	<b>55</b>
9.1	Endringer i WACC . . . . .	55
9.2	Endring i g . . . . .	55
9.3	Endringer i WACC og g kombinert . . . . .	56
<b>10</b>	<b>Diskusjon</b>	<b>57</b>
<b>11</b>	<b>Konklusjon</b>	<b>59</b>
	<b>Bibliografi</b>	<b>61</b>
	<b>Appendiks</b>	<b>65</b>
1	Utregning av beta . . . . .	65



# Figurliste

2.1	Salg og profit for Swedish Match, per produktsegment . . . . .	4
2.2	Størrelse på aktører i tobakksmarkedet . . . . .	5
2.3	Daglig bruk av tobakk i Skandinavia . . . . .	6
2.4	Trend i tobakksbruk i Skandinavia . . . . .	6
3.1	Dimensjonene i undersøkelsesdesign. . . . .	10
4.1	Utvikling av snus -og røykbruk . . . . .	17
4.2	Utvikling av snusbruk i Norge . . . . .	19
4.3	Margin fordelt på produktsegment . . . . .	21
4.4	Markedsandel SWMA . . . . .	21
6.1	SWMAs salgsinntekter fra 2011 . . . . .	34
6.2	Historisk salgsvekst på segmentbasis . . . . .	34
7.1	Risikofri rente og markedets risikopremie, Sverige . . . . .	42
7.2	PwCs undersøkelse om risikofri rente . . . . .	43
7.3	Beta-verdiens påvirkning på en aksje . . . . .	43
7.4	Avkastning på svensk 10årig statsobligasjon siste 5 år. . . . .	45
1	Avkastning SWMA.ST og $\hat{\text{OMX}}$ . . . . .	67



# Tabelliste

4.1	VRIO for Swedish Match . . . . .	15
4.2	SWOT analyse av Swedish Match. . . . .	23
5.1	Marginer for SWMA . . . . .	25
5.2	Kapitalavkastning for SWMA og STG. . . . .	27
5.3	Vekst i SWMA og STG . . . . .	28
5.4	Finansiell struktur i SWMA og STG . . . . .	29
5.5	Likviditet for SWMA og STG . . . . .	29
5.6	Kontantstrøm for SWMA og STG . . . . .	31
6.1	Leveransevolum for røykfri-segmentet . . . . .	35
6.2	Salgsinntekter røykfri segmentet . . . . .	36
6.3	Inntjening røykfri . . . . .	36
6.4	Forventet kontantstrøm røykfri-segmentet. . . . .	36
6.5	Leveransevolum sigar-segmentet . . . . .	37
6.6	Salgsinntekter for sigar-segmentet . . . . .	37
6.7	Inntjening sigar-segmentet . . . . .	38
6.8	Forventet kontantstrøm for sigar-segmentet . . . . .	38
6.9	Leveransevolum for tennprodukter . . . . .	38
6.10	Salgsinntekt for tennprodukter . . . . .	39
6.11	Inntjening på tennprodukter . . . . .	39
6.12	Forventet kontantstrøm for tennprodukt-segmentet. . . . .	39
6.13	Forventet kontantstrøm for andre segmenter. . . . .	40
6.14	Fremtidens resultatregnskap. . . . .	40
7.1	SWMAs årlig gjennomsnittlige gjeldsrente siden 2017 . . . . .	46
8.1	Aksjepris for SWMA basert på fremtidig kontantstrøm . . . . .	51
8.2	P/E for SWMA . . . . .	52
8.3	TTM P/E i tobakksindustrien . . . . .	53
8.4	Kursestimat for SWMA basert på P/E . . . . .	54
9.1	WACCs påvirkning på akjsekurs. . . . .	55
9.2	g sin påvirkning på akjsekurs. . . . .	56
9.3	WACC og g sin påvirkning på aksjekurs kombinert . . . . .	56
1	Kurs og avkastning for SWMA.ST og $\hat{OMX}$ . . . . .	66



# 1 Innledning

Vår bacheloroppgave er skrevet med bakgrunn i vårt ønske å få en dypere innsikt i Swedish Match, og vi ønsker derfor å gjennomføre en verdivurdering av selskapet. Swedish Match (SWMA) har de siste årene hatt stor vekst, noe som vekket vår interesse for å se nærmere på selskapet. Denne oppgaven vil gi oss en mulighet til å anvende kunnskapen vi har fått igjennom snart 3 år med økonomi og administrasjon på NTNU handelshøyskolen. Tema som vi vil belyse i denne oppgaven er blant annet regnskap, strategi og finans.

SWMA har hatt stor vekst de siste årene. Dette, samt at SWMA operer med negativ egenkapital, var to aspekter som fanget vår interesse. Et annet interessant aspekt ved SWMA, er at de er produsent av produkter som sees på som helseskadelig og avhengighetsskapende. Helserisikoene som kommer med bruk av tobakkprodukter har blitt mer kjent de siste 50 årene, og har medført en kraftig nedgang i for eksempel røyking (Kristiansen, 2000). Med bakgrunn i dette ønsker vi å gjennomføre en nærmere analyse av SWMA. Vi skal gå dypere i selve selskapet og bransjen, og gjennomføre analyser av både strategi og regnskap. Til slutt skal vi utarbeide kontantstrømprognoser og ut ifra de beregne prisen per aksje i Swedish Match AB.

## 1.1 Problemstilling

Beregning av pris per aksje i SWMA per 31.12.2020.

## 1.2 Begrensninger

Grunnet begrensninger i ressurser, da spesielt tid, er vi nødt til å sette visse rammer for verdsettelsen. Vi kommer til å gjennomføre verdivurderingen som en ekstern part, ergo vi kommer kun til å bruke informasjon som er tilgjengelig for hele offentligheten. Vi kommer i aller største grad til å ta i bruk sekundærdata. Datoen for verdsettelse vil være ved siste tilgjengelig årsrapport. Dette gir oss verdsettelse per 31.12.2020.





# 2 Selskap -og bransjebeskrivelse

## 2.1 Selskapsbeskrivelse

Swedish Match (SWMA) sin kjernevirksomhet er produksjon og utvikling av tobakks- og nikotinprodukter, fyrstikker og lightere. SWMA har sitt opphav i Sverige, men er i dag et internasjonalt selskap der de største markedene er USA og Skandinavia. I Skandinavia er SWMA største aktør innen snus og nest størst på hvit snus og tyggeposer, og i USA er de størst på hvit snus og tyggetobakk og nest størst på sigarer. SWMA har internasjonale merkevarer som General (snus), ZYN (hvit snus), White Owl (sigarer) og Cricket (lightere), men hovedvekten av salg er av lokale merkevarer. Selskapet har hovedkontor i Stockholm, hvor de også er registrert på børs (NASDAQ Stockholm), og har 6733 ansatte fordelt på 11 land. I 2020 hadde SWMA en markedsverdi på \$9,6 milliarder, og et resultat på 4 888 MSEK (SWMA, 2021a). I figur 2.1 vises salg og resultat fordelt på produktsegmentene.

### 2.1.1 Historie

Swedish Match har sprunget ut fra to firmaer: Svenska Tobaksmonopolet, Svenska Tändsticks AB (STAB). Svenska Tobaksmonopolet ble grunnlagt i 1915 av den svenske regjeringen og var et statlig eid tobakksmonopol. Monopolet på produksjon og salg av tobakk ble avskaffet på 1960-tallet og Svenska Tobaksmonopolet byttet da navn til Svenska Tobak AB, fortsatt eid av den svenske stat. I 1971 ble eierskapet av bedriften overført til et svenskt statlig investeringsfond, som fra 1984 het Procordia. I gjennom 70- og 80-tallet ekspanderte Procordia, ved å kjøpe opp tobakksprodusenter som allerede var sterke merkevarer i andre land, blant annet Pinkerton Tobacco Group fra USA, og Elisabeth Bas/La Paz og Willem II fra Nederland.

Svenska Tändsticks AB (STAB) ble grunnlagt i 1917 og var en fusjon mellom to fyrstikkprodusenter. Svenska Tändsticks AB ble børsnotert året etterpå og ekspanderte utover 1920-tallet, i gjennom oppkjøp av både svenske monopoler og fusjoner med andre selskaper, deriblant den britiske fyrstikkprodusenten Bryant and May. Ekspansjonen førte til at STAB ble verdens største produsent av fyrstikker og stod i 1930 som eier av fyrstikkbedrifter i 33 land, og kontrollerte 60% av produksjonen på verdensbasis. Etter noen vanskelige tiår, der markedsandelen falt til 20%, startet STAB på 60- og 70-tallet en ny runde med ekspansjon, og kjøpte opp over 50 bedrifter verden over og byttet i 1980 navn til Swedish Match. Swedish Match ble i 1992 solgt til Procordia og operasjonene underlagt Procordia United Brands. I 1994 ble operasjonene innen tobakk og fyrstikker

## 2 Selskap -og bransjebeskrivelse

samlet i en gruppe og tok i bruk navnet Swedish Match, en merkevare som hadde bygget seg opp til å være internasjonalt anerkjent.

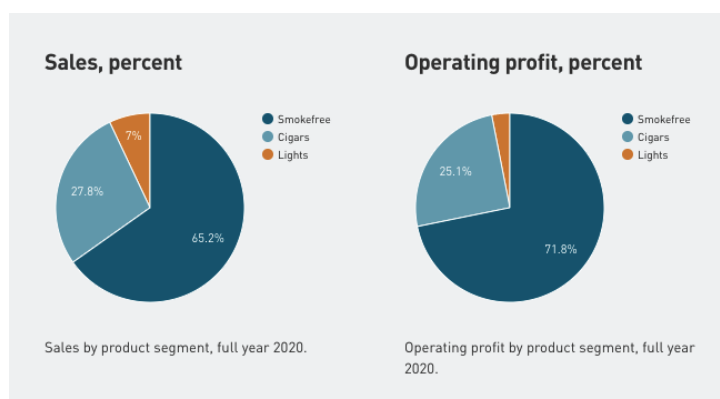
Swedish Match har utvilsomt sterke røtter i Sverige med produksjon i landet i over 100 år, men gjennom en rekke oppkjøp av europeiske og amerikanske bedrifter har de tatt over produksjon av merkevarer som har tilsvarende sterke røtter i andre land. Red Man har tilbudt amerikanere tyggetobakk i over 100 år, og i Norge har Nitedals Hjelpetikker vært fast inventar i de fleste hjem siden 1920-tallet.

Fra 1994 har Swedish Match fungert som et uavhengig selskap, og utviklet seg til en betydelig aktør i tobakksmarkedet. I 1999 solgte Swedish Match all sin virksomhet innen produksjon av sigaretter, samtidig som de inngikk samarbeid for å styrke sin posisjon innenfor fyrstikker -og lightermarkedet i Sørøst-Asia. I senere tid har Swedish Match eksperimentert med å finne nye markeder for sine røykfrie produkter, blant annet gjennom et samarbeid med Philip Morris International. De skilte også ut sin produksjon av sigarer (utenom det amerikanske markedet) og pipetobakk som nå tok navnet Scandinavian Tobacco Group, og solgte sine aksjer i 2016 (Wikipedia, 2021).

I dag består Swedish Match sin produktportefølje av ikke-røyk produkter, som snus, tyggetobakk og tobakksbiter, fyrstikker og lightere, og sigarer.

### 2.1.2 Visjon og strategi

Røykeprodukter er viden kjent for å være helseskadelig, og som en av verdens ledende produsenter for tobakksprodukter prøver SWMA å ta ansvar for å bedre bransjen de er en del av. SWMA har en visjon om en verden uten sigaretter, og har derfor rettet store deler av virksomheten til å tilby alternativer til sigaretter gjennom røykfrie produkter. Visjonen om en sigarett-fri verden, sammen med trendene blant konsumentene, har bidratt til en endring av produktporteføljen som SWMA mener at posisjonerer dem i fronten av en endring i tobakksindustrien. Deres operative strategi for å oppnå visjonen er å ha fokus på å produktutvikling, kvalitet og kundetilfredshet.



Figur 2.1: Salg og profit for Swedish Match, fordelt på produktsegmenter. (Swedish Match, 2021a)

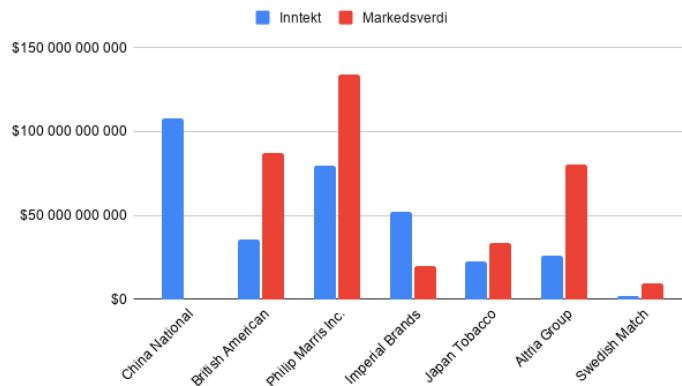
I USA, med et raskt voksende marked for røykfrie produkter, ønsker Swedish Match å befeste sin posisjon som ledende aktør, spesielt når det gjelder snus og hvit snus. I Skandinavia, der røykfrie produkter er godt etablert, er hovedfokuset på innovasjon og utvikling av snus -og hvit snus-markedssegmentet, for å møte endringene i kundenes behov. Sigarer er fortsatt en stor del av porteføljen til Swedish Match, med mål om å generere inntekter og maksimere profitt over lang sikt, samtidig som det gir god støtte til Swedish Match sine andre produkter i det amerikanske markedet. For driften som angår fyrstikker og lightere er målet fortsette med den gode jobben de gjør, samt investere i lønnsomme markeds -og produktsegmenter.

## 2.2 Bransjebeskrivelse

Swedish Match opererer i hovedsak innenfor to bransjer, tobakk og tennprodukter.

### 2.2.1 Tobakksmarkedet

Det globale tobakksmarkedet består av tobakksprodukter man kan røyke; sigaretter, sigarer og pipetobakk, og røykfrie tobakksprodukter; snus, posesnus og tyggetobakk. Det finnes også tobakksfri snus, såkalte nikotinposer eller hvit snus. Selv om det er et bredt spekter av tobakksprodukter, står sigaretter alene for rundt 85 prosent av all konsumert tobakk i verden og var i 2019 verdsatt til \$705 milliarder (Kolmar, 2021). I figur 2.2 ser du markedsandelen til de seks største aktørene i tobakksindustrien og Swedish Match.



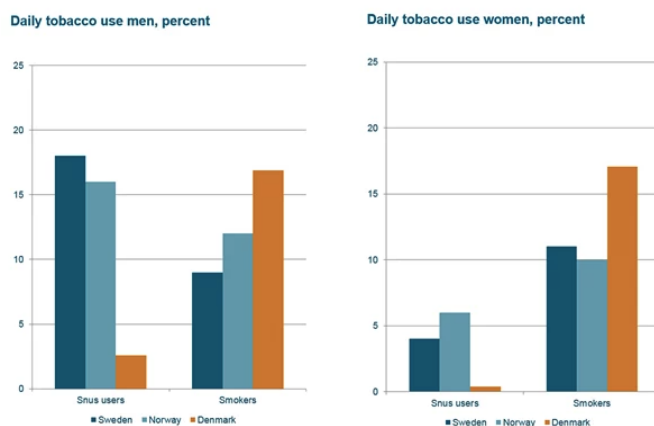
Figur 2.2: Størrelse på aktører i tobakksmarkedet. (Kolmar, 2021)

Swedish Match, som har en visjon om en sigarett-fri verden, har ingen sigaretter i sin portefølje og har dermed ekskludert seg fra store deler av markedet. Selv om markedet for sigaretter har økt de siste årene, er det flere andre store aktører som følger etter. Philip Morris International har også bestemt seg for å bygge sin fremtidige portefølje rundt røykfrie produkter, ettersom det er et helsemessig bedre alternativ enn å røyke sigaretter (Philip Morris International, 2019).

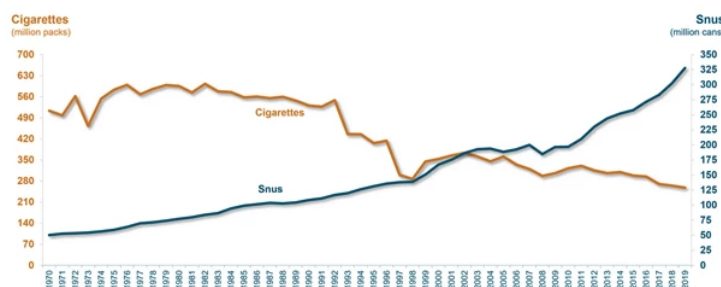
## 2 Selskap -og bransjebeskrivelse

Alternativene til sigaretter er flere, deriblant røykfrie produkter som snus og hvit snus, og E-sigaretter og andre vaping-produkter. I 2019 ble salg av vaping-produkter (både med og uten tobakk) estimert til \$35.4 milliarder (British American Tobacco, 2020) og salg av snus estimert til \$2.41 milliarder (Grand View Research, 2020).

Kampen for å innføre røykfrie produkter er derimot ikke lett, ettersom mange land har innført restriksjoner på både markedsføring, import og salg av ulike produkter. 69 land har innført forbud eller regulering av markedsføring av E-sigaretter, og 30 land forbyr salg (Institute for Global Tobacco Control, 2020). Det samme gjelder for snus, som er forbudt å selge i EUs medlemsland (Tobacco Tactics, University of Bath, 2021b), med unntak av Sverige, og enkelte markeder i andre deler av verden. Hvit snus er relativt nytt på markedet, og i mange land faller det ikke inn under de eksisterende reguleringene av snus, og er dermed foreløpig lovlig mange steder. I EU er det per april 2021 lovlig med salg av hvit snus (Tobacco Tactics, University of Bath, 2021a), men det kommer nye reguleringer i juni 2021 som kan endre på dette. I Skandinavia og USA har derimot røykfrie produkter godt fotfeste. Figur 2.3 viser andel av den voksne skandinaviske befolkningen som bruker snus eller sigaretter daglig. Figur 2.4 viser også en tydelig trend i et marked i endring.



Figur 2.3: Daglig bruk av tobakk i Skandinavia. (SWMA, 2021)



Figur 2.4: Trend i tobakksbruk i Skandinavia. (SWMA, 2021)

### 2.2.2 Marked for fyrstikker og lightere

Markedet for fyrstikker har lenge hatt en nedadgående kurve, i hvert fall der Swedish Match har sin virksomhet, Europa, Brasil og deler av Afrika. Alternative produkter tar over, deriblant lightere. Lightere har på sin side også hatt en dempet vekst i allerede etablerte markeder, men det vokser frem nye markeder i utviklingsland (AB, 2019).



# 3 Metode

Metode er en måte å gå fram på for å samle inn empiri, eller det vi kaller for data om virkeligheten (Jacobsen, 2018). Metode brukes som et hjelpemiddel for å gi en beskrivelse av virkeligheten. Vi kan se på det som et teknisk hjelpemiddel, men så enkelt er det altså ikke. Det handler også om å stille kritiske spørsmål mot valg av problemstilling, undersøkelsesopplegg, innsamling og tolkning av data og hvilke konsekvenser de kan ha for resultatet.

## 3.1 Utvikling av problemstilling

Problemstillingen er med på å avgrense det innholdet vi skal jobbe med samt si noe om hva vi ønsker svar på. Vårt mål med denne oppgaven er å gjennomføre en verdivurdering av SWMA per 31.12.2020.

## 3.2 Undersøkelsesdesign

Det er mulig å kategorisere undersøkelsesdesign etter to dimensjoner, intensiv og ekstensiv.

### 3.2.1 Ekstensiv (bredt) og intensivt (dypt)

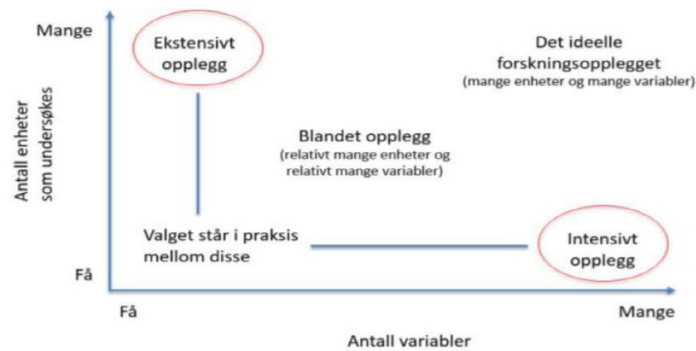
De to forskjellige dimensjonene av undersøkelsesdesign baserer seg på enheter og variabler. I et ekstensivt design ønsker man bredde i undersøkelsen og dermed ser man på mange enheter. Dette designet har fokus på ekstern gyldighet samt et bedre grunnlag for statistisk generalisering. I et intensivt design ønsker man dybde i undersøkelsen og dermed ser man på mange variabler. Det er dermed høyt fokus på intern gyldighet og godt egnet for teoretisk generalisering. Disse variablene kan illustreres i figur 3.1.

I et optimalt scenario vil man velge mange variabler og enheter. Det kalles for triangulering. I vårt tilfelle er det ikke mulig grunnet begrensninger både kostnads- og tidsmessige. Vi står dermed i denne semesteroppgaven mellom intensivt og ekstensivt design.

### 3.2.2 Kausal (forklarende) eller deskriptiv (beskrivende)

I et forklarende design ønsker vi å kartlegge årsak og virkning. Det beskrivende designet har som hensikt å beskrive et fenomen, og kartlegge hva som er, skjer eller har endret seg. I figur 3.1 kan vi se de forskjellige dimensjonene i et undersøkelsesdesign. I vår oppgave vil vi ligge langt nede til høyre. Med dette mener vi mange variabler, få enheter.

### 3 Metode



Figur 3.1: Dimensjonene i undersøkelsesdesign.

Dette tilsvarer et intensivt og beskrivende design. Designet er beskrivende da vi ønsker å beskrive fremfor å forklare eller/og etablere et årsak-virkning-forhold.

## 3.3 Datainnsamling

I alle undersøkelser er det nødvendig å ta et valg om hvilken data man skal samle inn. Her deler vi inn i kvalitativ eller kvantitativ data. Forskjellen er rett og slett tall eller ord. Kvantitative data er i aller største grad størrelser og tall, mens kvalitative data er handlinger og språk. Den store forskjellen her er graden av åpenhet. Man skal ikke se på de to forskjellige typene som motsetninger, men heller gjerne to ytterpunkter på en skala. Det er åpent for inkludering av begge datatypene for å kunne forbedre resultatet. Dette refererer da til igjen til triangulering.

### 3.3.1 Kvantitativ tilnærming

Kvantitativ tilnærming har den åpenbare fordelen at de er standardisert. Informasjonen er lett å behandle, men det er her nødvendig med god forkunnskap om objektet/objektene vi skal studere, samt at man har en klar problemstilling.

### 3.3.2 Kvalitativ tilnærming

Kvalitativ tilnærming har som formål å skape forståelse for objektet/objektene. Det er ofte en sterk sammenheng mellom kvalitativ tilnærming og intensivt opplegg da det er ofte få enheter, men det går veldig i dybden.

### 3.3.3 Sekundærdata og primærdata

Skillet mellom primær- og sekundærdata er om dataen allerede er samlet inn eller om vi går direkte til kilden for å hente data. Dette betyr da at primærdata er da innsamling av informasjon direkte fra mennesker eller grupper av mennesker. Dette er da for eksempel



i form av spørreskjema og intervju. Sekundærdata er innsamling av informasjon som allerede er samlet inn, altså data som ikke kommer direkte fra undersøkelseselement til forsker. Eksempler på kvalitativ sekundærdata er tekster. Eksempler på kvantitativ sekundærdata er regnskap og årsrapporter. Dette betegnes gjerne som registerdata. Uavhengig av hvilken datainnsamling man velger skal man være bevist over valget av kilde. I vår oppgave kommer vi i all hovedsak til å benytte oss av sekundærdata (registerdata). Dette er for eksempel regnskapstall og årsrapporter fra SWMA. Vi vil opptre som en ekstern part i denne oppgaven, og har dermed kun tilgang på sekundærdata.

## 3.4 Validitet og reliabilitet

Skal en undersøkelse være troverdig er minimering av problemer knyttet til reliabilitet og validitet essensielt. Det er nødvendig at begge kriteriene er tilfredsstillt. I utarbeidelse av kontantstrømmer og analyser av regnskap vil dataen vi henter komme fra årsrapporter eller regnskapstall fra SWMA. Dette er data publisert og ført etter krav fra IFRS. IFRS er International Financial Reporting Standards. Dette er noe som bedrer oppgavens validitet og reliabilitet.

### 3.4.1 Validitet

Validitet kan også beskrives som gyldighet eller relevans. Validitet sier noe om undersøkelsens gyldighet. En undersøkelse må være valid. Dette kommer av at validiteten er et uttrykk for om man faktisk måler det man ønsker å måle. Herunder er det to forskjellige typer, intern og ekstern. Den eksterne validiteten går på hvorvidt resultatene man får kan generaliseres. Den interne validiteten sier noe om vi faktisk har funnet det vi lette etter, at vi har dekning i våre data for de konklusjonene vi trekker.

### 3.4.2 Reliabilitet

Troverdighet og pålitelighet er andre ord som brukes for å beskrive reliabilitet. Det vi mener med det er at vi kan stole på de data som er samlet inn. Tegn på høy reliabilitet vil være at man får samme resultat hvis man skulle gjennomføre samme undersøkelse og datainnsamling igjen.



## 4 Strategisk analyse

Strategisk analyse brukes for å kartlegge interne og eksterne muligheter og trusler i et selskap. Det å identifisere styrker, svakheter, muligheter og trusler vil gi et selskap bedre oversikt. Dette kan igjen brukes i beslutningsprosesser og annen fremtidsplanlegging hvor det er hjelpsomt å være klar over selskapets situasjon, både internt og eksternt. Vi vil i dette kapitlet gjennomføre en intern og ekstern analyse, og til slutt oppsummere situasjonen til SWMA i en SWOT-analyse.

### 4.1 Intern analyse – VRIO

For å kunne verdsette selskapet er det essensielt å se på de interne mulighetene og hvordan Swedish Match utnytter disse strategiske ressursene for å skape et konkurransefortrinn ovenfor sine konkurrenter. Disse strategiske ressursene kan være fysiske, men de som oftest skaper størst konkurransefortrinn er de immaterielle ressursene, slik som medarbeiderne og deres kunnskap, rykte og forhold til eksterne parter, patenter, varemerker og lignende.

For å analysere interne ressurser og muligheter benytter vi i denne oppgaven en VRIO-analyse. En VRIO-analyse tar for seg om ressursen er verdifull (Valuable), sjelden (Rare), kopierbar (Imitable) og til slutt at organisasjonen er forberedt på utnyttelse av ressursen (Organized). En oppsummering av VRIO-analysen kan finnes i tabell 4.1.

#### 4.1.1 Materielle ressurser

Materielle ressurser deles inn i to deler, fysisk kapital og finansiell kapital.

##### **Fysisk kapital**

Fysisk kapital, eller fysiske ressurser, vil si en bedrifts bygninger, råvarer, maskiner, utstyr, infrastruktur, distribusjonsnett og logistikk. Når man skal se på de fysiske ressursene i et selskap bør man se på tilstand, levetid og hvor bygningene og utstyret er lokalisert. I Swedish Match sitt tilfelle vil dette være spredt over store deler av verden. SWMA har kontorer i 11 land og drifter 15 produksjonsfabrikker fordelt på 7 land. Det er hovedsakelig her vi finner deres fysiske kapital.

Å ha mange fabrikker fordelt rundt om i verden er definitivt en verdifull ressurs. Det gir dem gode muligheter til stor produksjon og distribusjon til ulike markeder rundt om i verden. Det er riktignok ikke en ressurs som er sjelden eller ikke-imiterbar. Deres fysiske ressurser vil med andre ord ikke gi dem en langvarig konkurransefordel.

### Finansiell kapital

Finansiell kapital, eller monetære ressurser, omhandler bedriftens inntekter og økonomiske muligheter. Dette er en viktig ressurs å ha for å kunne opprettholde drift og i tillegg legge til rette for videre vekst.

I kapittel 5, regnskapsanalyse, sammenligner vi SWMA med et annet selskap i samme bransje, Scandinavian Tobacco Group (STG). Der ser vi at SWMA har lavere produksjonskostnad pr krone i salg. Dette fører igjen til at SWMA har meget god lønnsomhet målt gjennom kapitalavkastning. Det at SWMA genererer mer avkastning per investerte krone sammenlignet med STG må kunne ses på som en konkurransefordel, i hvert fall på kort sikt.

SWMA har høy gjeldsgrad. Dette kan føre til at lønnsomheten faller ved renteøkninger i fremtiden. SWMA har dog høy rentedeckningsgrad og vesentlig lavere belåningsgrad enn STG. Høy gjeldsgrad bør derfor ikke ses på som en konkurranseulempe sammenlignet med andre selskap i samme bransje.

#### 4.1.2 Immaterielle ressurser

Immaterielle ressurser deles inn i 3 deler, human kapital, prosesskapital og nettverkskapital.

##### Human kapital

Human kapital, eller menneskelige ressurser, tar for seg kunnskapene og egenskapene til de ansatte i bedriften. I tillegg vil bedriftens evne til å utvikle og tilpasse seg, tilfredsheten og samhandlingen mellom de ansatte inngå i dette punktet.

Swedish Match hadde per 31. desember 2020 6733 ansatte (SWMA, 2021a). Disse er fordelt rundt i flere land, hvor de fleste er svensk, amerikansk eller fra den dominikanske republikk. Swedish Match kan i tillegg opplyse om at 40% av deres ansatte er kvinner (SMWA, 2020).

Dette er en betydelig og viktig ressurs for selskapet, men kan neppe ses på som ikke-imiterbart. Om en humanressurs er sjelden eller verdifull kommer helt an på hvordan man bruker og organiserer ressursen i bedriften. Om man klarer å kombinere kunnskap, evne, vilje og erfaring sitter man med en ressurs som kan være både sjelden og svært verdifull.

##### Organisasjonsressurser

Organisasjonsressurser tar for seg prosesser, systemer, kulturmønstre, programvarer, varemerker, omdømme og andre immaterielle ressurser som bedriften innehar. Dette kan ofte være ressurser som er vanskelig å verdsette, da alle disse ressursene er ganske unike for hver bedrift. Det gjør de vanskelige å kopiere også. Derfor er det fordelaktig å ha utviklet gode prosesser, sterke varemerker og et godt renommé da dette er vanskelig å kopiere for andre bedrifter.

Swedish Match er tydelige på at de ønsker en verden uten sigaretter. Dette er noe de uttaler høylytt utad og noe som brukes for å skape en kultur og felles tankegang blant ansatte i bedriften. De har også fem bærekraftsmål, eller området de ønsker å fokusere på. Disse er å forbedre folkehelsen, blant annet ved å få ned sigarettbruk og heller tilby sunnere substitutter. Nummer to er å ha et etisk og ærlig forretningsklima både innad i selskapet og med andre aktører. Nummer tre er å redusere klimagassutslipp. Nummer fire og fem går litt på det samme, nemlig at det skal være fokus på menneskerettigheter og like muligheter for alle i hele deres forsyningskjede. At selskaper lager slike mål er i seg selv ikke unikt, men det kan skape en kultur innad i selskapet, og et omdømme utad, som er vanskelig å kopiere.

Swedish Match har også en veldig sterk merkevare. Swedish Match i seg selv er kanskje ikke kjent for alle, men deres ledende produkter har en kjent posisjon for de fleste. General snus, Zyn nikotinposer og Oliver Twist tyggetobakk/skråtoakk. Det mest essensielle er naturligvis kvaliteten på produktet som selges, men det å ha en sterk merkevare og et kjent navn er et solid konkurransefortrinn. Det er også vanskelig å imitere og kopiere for konkurrerende og nyoppstartede bedrifter, da omdømme og merkevaren må bygges opp over tid.

### Nettverkskapital

Nettverkskapital, eller relasjonsressurser, er relasjonen og nettverket Swedish Match har med eksterne aktører som kunder, leverandører og partnere. Fordelen hos Swedish Match er at de allerede er et stort selskap med et kjent merkenavn. Det gjør at alle deres relasjoner til eksterne aktører allerede eksisterer. Dette kan naturligvis endres over tid, men per nå er det en verdifull ressurs for selskapet.

<b>VRIO for SWMA</b>	V	R	I	O
<b>Materielle ressurser</b>				
Fysisk kapital	Ja	Nei	Nei	Ja
Finansiell kapital	Ja	Nei	Nei	Ja
<b>Immaterielle ressurser</b>				
Human kapital	Ja	Nei	Nei	Ja
Organisasjonsressurser	Ja	Ja	Ja	Ja
Nettverkskapital	Ja	Ja	Nei	Ja

Tabell 4.1: VRIO for Swedish Match. Verdifull (V), Sjelden (R), Ikke-imiterbar (I) og Optimalt organisert (O)

## 4.2 Ekstern analyse

Det skal utføres en ekstern analyse slik at det skal kunne identifiseres hvilke trusler og muligheter som SWMA må forholde seg til i henhold til samfunn, bransje, kundesegmenter og generelt bedriftens omgivelser i tiden fremover. Dette gjøres for å utvikle seg et bilde

## 4 Strategisk analyse

av hvilke fordeler og ulemper de bør være oppmerksomme på ved videre utforming av sin strategi.

### 4.2.1 PESTEL-analyse

PESTEL er et verktøy der man analyserer hvordan faktorer på politisk, økonomisk, sosialt, teknologisk, miljømessig og juridisk plan påvirker en bedrifts virksomhet (Roos, 2010). Hver og en av disse faktorene blir analysert i henhold til bedriftens operasjon og analyse av hver makroøkonomisk effekt gjøres for å gi en oversikt over hvilke konkrete forhold innenfor hvert tema som påvirker en bedrift og dens bransje i særlig grad. Gjennom disse makroøkonomiske analysene skapes det en oversikt over hvilke forhold som har innvirkning på bedriften i dag og/eller i fremtiden, og hvilket potensiale den eventuelt har videre. Gjennom analysen identifiseres faktorene som blir registrert som kritiske for bedriftens fremtidige posisjon og bedriften kan benytte denne informasjonen til å allerede i dag tilpasse seg og forberede seg på potensielle omstillinger, og dermed unngå store uforutsette tap og potensielt ha mulighet til å utnytte disse endringene til deres fordel.

#### Politiske og juridiske forhold

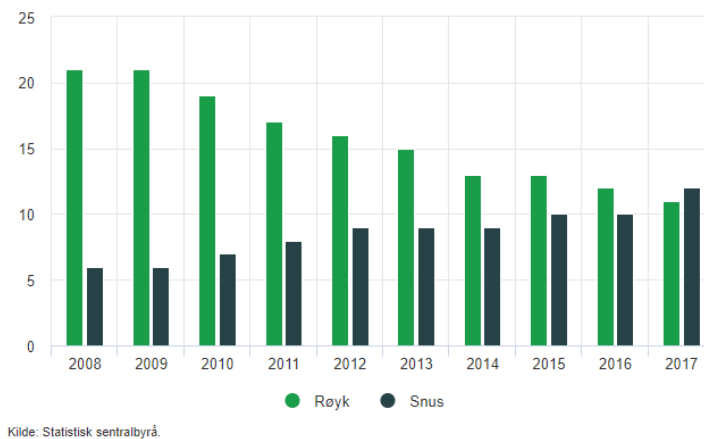
**Avgifter** Som en produsent av tobakksholdige varer er SWMA veldig påvirket av politiske beslutninger og krefter. Det tilfaller høye avgifter til tobakksvarer, noe som øker prisene og dermed senker forespørselen. I Norge har avgiftene for snus økt regelmessig for hvert år, i 2018 var avgiftene på 1,05kr pr gram snus, i 2020 var avgiftene økt til 1,09kr pr gram snus. Avgiftene på andre tobakkholdige varer har også økt med jevn vekst og avgiften per sigarett for 2020 var 2,68kr. I 2020 ble det vedtatt av de skulle bli gjort et stort avgiftskutt på snus i Norge. Avgiftene for snus ble fra 2021 satt ned til 0,85kr per gram, en reduksjon på 25% (Skatteetaten, 2021). Dette gir Swedish Match mulighet til å kutte prisene på produktene sine med tilsvarende hva avgiftskuttet var på. Uten å senke dekningsgraden på produktet sitt kan Swedish Match fremover sikre seg høyere resultater gjennom økt etterspørsel, ettersom prisene nå er lavere. Samtidig blir ikke avgiftene på andre tobakksvarer redusert, dermed gir dette mulighet for Swedish Match og stjele en stor andel av forbrukere fra andre segmenter i tobakkmarkedet. Dette er en god mulighet for bedriften å sikre høyere inntekter i fremtiden i det norske markedet.

**Forbud** Mange land er svært kritiske til å introdusere nye former for tobakk til deres markeder. Dette fordi tobakk er bevist helseskadelig og dermed ønsker land å forhindre tilbudet av diverse produkter i dette markedssegmentet. EU-domstolen har bestemt at det er forbudt å selge snus i alle EU-land, med unntak av i Sverige (NRK, 2018). Dette er politiske bestemmelser som forhindrer Swedish Match i å tre inn i potensielt store markeder. Selv mener bedriften at forbudet er uproporsjonalt og diskriminerende. Selv om det er slik nå, er det muligheter for at dette er markeder som kan åpne seg i fremtiden, og da vil Swedish Match ha et stort fortrinn som allerede etablert aktør i snus-markedet.

**Røykelover** Norge fikk i 2004 røykeloven. Dette gjorde det forbudt å røyke på offentlige steder og lokaler. Etter denne loven ble innført har røyking i det norske samfunnet sunket betraktelig, mens bruken av snus har økt i takt. Lignende lover innføres flere steder i verden og dette frigjør markeder som er på jakt etter alternativer til sigarettene.

### Økonomisk forhold

**Økende markedsandeler** Snussegmentet innenfor tobakkmarkedet er stadig voksende. Som en konsekvens av avgiftskutt og et økende stigma til sigaretter er markedsandelene stadig skiftende fra sigaretter til snus. Konsumenter av nikotin er blitt mer bevisste på skadeligheten av bruken av produktet og det er et større fokus på å benytte seg av de minst skadelige alternativene. I figur 4.1 er det illustrert i prosent utviklingen av andelen faste snusere og røykere i perioden 2008-2017. I 2020 er andelen faste røykere 9%, mens andelen faste snusere er 13%. Også i USA er markedet for snus stadig voksende og Swedish Match ser på dette markedet som et med stort potensiale.



Figur 4.1: Utvikling av snus -og røykbruk. (Statistisk Sentralbyrå, 2018)

**Potensielle nye markeder** Som nevnt tidligere er det mange urørte markeder og potensiale for fremtidig utvidelse av distribusjonen til å inkludere flere land er veldig aktuelt. Gjennom forskning blir det stadig bevist at snusing er betydelig mindre helseskadelig enn røyk. Gjennom tall fra skandinaviske land kan det vises til hvordan forbruket av snus skaper en direkte negativ korrelasjon til bruken av sigaretter, som illustrert i figur 2.4. Samtidig er Sverige det landet i Europa med færrest nikotin-relaterte dødsfall, selv om de konsumerer like mye nikotinprodukter som andre land (SWMA, 2021b). Derfor vil det være rimelig å anta at det i fremtiden vil igjen kunne bli aktuelt for EU og revurdere forbudet mot snus, da det kan argumenteres for at en opphøring av forbudet mot snus i EU faktisk vil være positivt helsemessig, og dermed gagne de europeiske innbyggerne.

### Teknologiske forhold

**Hjemlevering** Markedet for hjemlevering av varer har de siste årene økt betraktelig. Alt fra dagligvarer til restaurantmat, og nå også snus. Stadig teknologisk utvikling og bedre logistikk-løsninger har gjort muligheten for varelevering på døren enklere og mer kostnadseffektiv. Det er nå billigere å handle snus på nett enn hva det er i butikken. Kundene er blitt observante på dette og salget av snus på nett har den siste tiden økt betydelig. I Norge økte snussalget på nett i perioden januar og februar 2021 med 246% sammenlignet med året før (Bach, 2021). I Sverige var det en økning på 55%. Dette kan delvis forklares som en konsekvens av COVID-19-pandemien, men tilgjengeligheten og de lavere prisene gir grunn til å anta at folk vil fortsette å handle snus på nett også etter pandemien er over. En konsekvens av å få snus levert på døren er at du ofte vil ha større mengder snus tilgjengelig enn hva du hadde tidligere, og dette kan medføre at konsumenter også øker forbruket sitt. Dermed vil potensielt driftsinntektene øke. En negativ side ved hjemlevering vil være at det vil være lettere for nye aktører å komme inn på markedet, da det ikke lenger kreves omfattende distribusjonsavtaler med de forskjellige butikkjedene. Som en etablert aktør i markedet vil Swedish Match alltid være konkurranse-dyktig på pris, og det vil være vanskelig for nyetablerte bedrifter å levere produkter til like lave priser som Swedish Match på en økonomisk bærekraftig måte.

### Sosiale forhold

**Sosiale stigma** Siden røykeloven ble innført er populariteten til sigarett-røyking sunket betraktelig, og på bare 16 år er andelen daglig røykende sunket fra 26% til 9% (Statistisk Sentralbyrå, 2021b). Det er med tiden blitt knyttet et voksende sosialt stigma rundt det å røyke, dette i stor kontrast til hvordan det var før hvor røyking ble ansett som mer eller mindre vanlig. I mange miljøer hvor det tidligere var helt naturlig å ta røykepauser og å røyke generelt er disse rutinene helt borte. Derfor har mange valgt bort sigaretter for å unngå det sosiale stigmaet som er blitt utviklet og knyttet til røykere. Mange av disse ønsker da å finne seg et alternativ til sigarettene, og da blir snus for mange det enkleste og lettest tilgjengelige alternativet. Som illustrert i figur 2.4 har andelen konsumenter av snus økt i takt med reduksjon av andelen røykere. Det blir stadig færre røykere for hvert år som går og dette skaper potensiale for økt andel konsumenter av snus.

**Helse** I Norge og Sverige er fokuset på helse og velvære økt med tiden. Dette kan også være en av grunnene til at andel konsumenter av sigaretter har sunket jevnt over lengre tid. Sigarett-røyking er den ledende dødsårsaken i verden forårsaket av noe som er unngåelig og selvpåført. Snus er ansett som mindre skadelig enn sigaretter, men det er derimot ikke uskadelig for helsen. Og med økt fokus på velvære vil det generelle markedet for nikotinprodukter synke, noe som også vil påvirke antall konsumenter av snus-produkter, og antallet kunder for Swedish Match vil kunne reduseres som en konsekvens av dette. Av statistikk hentet fra Statistisk Sentralbyrå (2021c), illustrert i figur 4.2, kan det observeres at 2020 var det første året hvor det ble registrert en nedgang i andelen konsumenter av snus i den norske befolkningen, og det kan også observeres at det er spesielt i de yngre



gruppene hvor det skjer en nedgang. Det kan være relevant og anta at dette er delvis et resultat av de yngre gruppene sitt økte fokus på god helse.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bruker snus daglig																
Begge kjønn																
I alt 16-74 år	5	6	6	6	6	7	8	9	9	9	10	10	12	12	14	13
16-24 år	10	10	15	11	14	17	18	19	21	18	17	19	19	19	20	18
25-34 år	9	11	10	10	8	9	12	13	14	16	16	18	22	22	24	23
35-44 år	6	7	6	7	8	8	8	10	10	10	9	10	12	14	15	16
45-54 år	1	5	4	3	4	4	5	6	7	7	8	7	8	9	12	12
55-64 år	2	1	1	1	3	2	3	4	2	4	5	3	4	4	5	6
65-74 år	..	..	..	1	1	..	0	1	1	1	1	1	1	2	3	2

Figur 4.2: Utvikling av snusbruk i Norge. (Statistisk Sentralbyrå, 2021c)

## Miljømessige forhold

**Fokus på bærekraft** Konsumenter har fått et økende fokus på miljø og bærekraftig konsumering. Dermed gjøres det også mer vektede beslutninger basert bevaring av miljøet. Det er blant annet blitt rettet et stort spørsmål til bruken av plast på generell basis. Swedish Match bruker plast til sine snusbokser og det er mulig at det i fremtiden vil forbys delvis eller helt å benytte seg av plastprodukter. Uansett om et slik forbud skulle inntreffe eller ikke vil det være et potensiale i å imøtekomme det økte fokuset på bærekraft ved å finne nye måter å oppbevare og produsere produktet. I tillegg til bruken av plast er konsumentene i større grad interessert i produksjonsprosessene til forskjellige produkter og at det ikke benyttes stoffer som er skadelig for miljøet og naturen. Med en slik omstilling må enhver bedrift være forberedt på endring i produksjonsprosessen og gjerne aktivt arbeide mot å ha en mest mulig bærekraftig produksjon.

### 4.2.2 Femkraftsmodellen

Når det foretas en ekstern analyse, er det relevant å utrede en oversikt over bransjen bedriften opererer i. Femkraftsmodellen, eller Porters fem krefter som den blir kalt, er den modell som benyttes for å gjøre en vurdering av attraktiviteten til en bransje. Dette gjøres ved å ta for seg fem bransjekrefter, og basert på disse gjøre en vurdering av bransjeattraktiviteten. Disse fem kreftene er kundenes forhandlingsstyrke, leverandørenes forhandlingsstyrke, trusler fra fremtidige konkurrenter, trusler fra nære substitutter og den generelle konkurransesituasjonen (Roos, 2010). Desto sterkere de forskjellige kreftene er, desto lavere vil avkastningskravet i den respektive bransje være. Disse faktorene kan spille en stor rolle for de individuelle aktørene innenfor hver bransje, og hvor godt en bedrift lykkes kan ofte forklares gjennom hvor godt hver og en bedrift klarer å utnytte disse bransjekreftene til sin fordel. I allerede etablerte markeder vil stort sett markedsandelene være fordelt, med lav vekst, derfor må ekspansjon av bedriften skje gjennom å kapre markedsandeler fra andre bedrifter. Gjennom analyse av de forskjellige kreftene skal Swedish Match sin konkurransevne i markedet for nikotin-produkter vurderes.

##### **Kundenes forhandlingsstyrke**

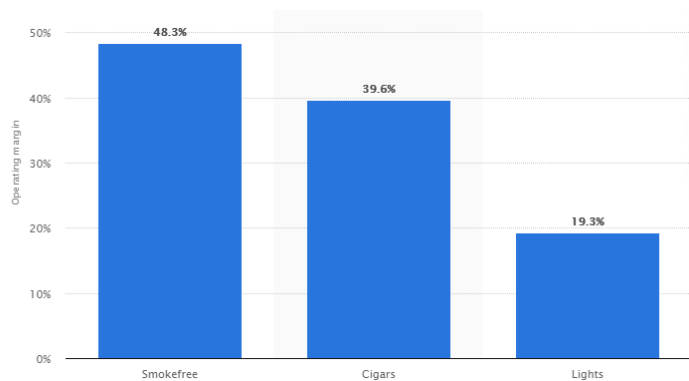
I henhold til SWMA sin situasjon i markedet har kundene lav forhandlingsstyrke. Tobakksvarer er svært avhengighetsskapende og store deler av kundene er villig til å betale hva det koster for å ha tilgang på produktet. SWMA selger ikke noen av produktene sine direkte til konsumenter, men benytter seg av egne mellomaktører som distribuerer varene deres, som for eksempel dagligvarehandel og nettbutikker. Disse aktørene velger å operere med de prisene de selv ønsker, og dette er den endelige prisen forbrukerne betaler for produktene. SWMA vil ikke føle på presset kunder legger på lavere priser ettersom etterspørsel etter tobakksprodukter blir lite påvirket av prisøkning. I tillegg vil eventuell misnøye ved prisene være rettet mot mellomdistributørene da disse selger varene med egne marginer. SWMA selger varene til den prisen de selv vil, så kan mellomdistributørene videreselge med det påslaget de selv velger.

##### **Leverandørenes forhandlingsstyrke**

Leverandørens forhandlingsstyrke er betydelige større enn kundens. Ettersom SWMA selger produkter som er avhengighetsskapende er kundene i stor grad betalingsvillige uansett pris, innenfor en viss rimelighet. Som illustrert i figur 4.3 opererer SWMA med svært høye marginer, særlig i segmentene røykfri og sigarer. Disse høye marginene underbygger hvor lav forhandlingsstyrken til kundene er og hvor høy forhandlingsstyrken til leverandørene er. På tross av disse ekstremt høye marginene er kundene villige til å betale, og andelen forbrukere øker jevnt. SWMA har stort sett faste distributører av tobakken som blir benyttet i deres produkter, og det er liten usikkerhet knyttet til prisen på tobakk, derfor er det knyttet lite usikkerhet til fremtidige driftsmarginer. Samtidig er prisene i bransjen relativt like når det kommer til de forskjellige produktene. Derfor kan det tyde på at de foregår en slags enighet om hvor prisene skal ligge og en mulig prisøkning er ikke særlig aktuelt med mindre de forskjellige aktørene skulle gått sammen om å heve prisene, noe som er ulovlig. Dersom SWMA skulle hevet prisene vil det mest sannsynlig kun vært de forbrukerne med sterke preferanser for SWMA sine produkter som ville holdt seg lojal til produktene, da mange av produktene er tilsvarende like og tilbyr i utgangspunktet den samme nytteeffekten.

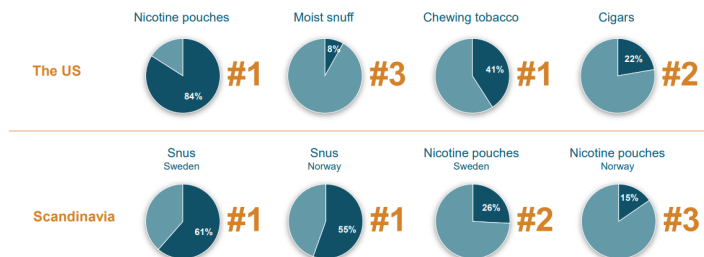
##### **Trusler fra fremtidige konkurrenter**

Markedet for røykfrie tobakksprodukter og sigarer, som er SWMA sine største segmenter, er allerede svært etablerte markeder med etablerte aktører. I disse markedene tilfaller det stordriftsfordeler blant annet i form av faste distribusjonsavtaler og optimaliserte produksjonsprosesser. Ut ifra driftsmarginene illustrert i figur 4.3 viser det at SWMA og andre aktører i markedet har stort potensiale til å gå ut i priskrig og eventuelt presse ut nykommere fra markedet. Det vil være svært kostnadsfullt å etablere seg i markedet da du må etablere en produksjonslinje fra start. Dessuten er produktene som leveres i markedet relativt like, slik at det å etablere seg i markedet er vanskelig ettersom det er vanskelig å tilby et produkt som stikker seg ut i forhold til de som allerede er tilbudt. I



Figur 4.3: Margin fordelt på produktsegment (SWMA, 2021)

markedet for røykfrie tobakksprodukter og sigarer er det svært vanlig for konsumentene å knytte seg til visse produkter og merker, og være lojal mot disse. Det ville derfor krevd store markedsføringskampanjer for å kapre markedsandeler, men markedsføring for nikotinholdige produkter er ulovlig i Norge og Sverige, hvor store deler av distribusjonen til SWMA skjer. Ut ifra figur 4.4 kan man se markedsandelene til SWMA innenfor hvert markedssegment de deltar i USA, og for snus og nikotinposer i Norge og Sverige. Nikotinposer i denne sammenhengen er pose-snus som ikke inneholder tobakk. Røykfri-segmentet er et voksende marked i USA, og SWMA har 84% av markedet innenfor segmentet nikotinposer. Dersom dette er et segment som fortsetter å øke i USA og blir en potensiell lukrativ bransje, vil potensiale for at andre etablerte aktører innenfor tobakksindustrien vil prøve seg på dette markedet. Dermed er det å anse at trusselen fra fremtidige konkurrenter potensielt vil være større i USA enn hva den er i Skandinavia.



Figur 4.4: Markedsandel fordelt på produktsegment. (SWMA, 2020)

### Trusler fra nære substitutter

Det finnes mange måter å benytte seg av nikotin på, og det er derfor flere substitutter til produktene som SWMA distribuerer som kan ta forbrukere fra disse bransjene. SWMA produserer mye snus-produkter, som i seg selv i stor grad var en substitutt til sigaretter og som tok mange forbrukere fra denne bransjen. På samme måte som snus tok over

#### 4 Strategisk analyse

for sigaretter i Skandinavia, tar bruken av e-sigaretter over for sigaretter i USA. Dette markedet var i 2020 verdt 15.07 milliarder USD, og er forventet å vokse med 23,8% hvert år fram til 2027 (Grand View Research, 2019). Dette er en substitutt som ikke har blitt like populær i Skandinavia som i USA, men dette kan samtidig anses som et marked med stort potensiale for disse produktene. Riktignok er også de markedene SWMA opererer i stort sett voksende markeder og produktene de leverer er foreløpig enda produkter som snarer stjeler forbrukere fra andre segmenter enn motsatt. Riktignok skjedde skiftet fra bruken av sigaretter til bruken av snus-produkter såpass hyppig at det fort kan utvikles lignende produkter og substitutter som har samme effekt på salget av snus i Norge og Sverige, som salget av snus hadde på salget av røyk.

#### **Konkurransesituasjonen**

I de forskjellige bransjene SWMA konkurrerer i er de forskjellige produktene som leveres relativt like, slik at det er vanskelig for SWMA, på et produktnivå, å stikke seg nevn-everdig ut og skape seg en styrke i bransjen basert på sine produkter. Samtidig er dette en konsekvens av bransjen som alle andre konkurrenter også er påvirket av. Det er flere konkurrenter i de respektive bransjene, men konkurransesituasjonen er i stor grad styrt av merkevarepreferanser og mindre produktpreferanser blant forbrukerne. Muligheten SWMA har til å konkurrere på pris, som en etablert aktør, gir dem et fortrinn i konkurransesituasjonen. Høye driftsmarginer legger grunnlag for gode resultater som videre gir SWMA bedre muligheter, enn andre mindre konkurrenter, til å utvikle nye produkter og ta disse produktene til markedet.

### 4.3 Oppsummering i en SWOT-analyse

For å sammenfatte og oppsummere den interne og eksterne analysen av Swedish Match bruker vi en SWOT-analyse, se tabell 4.2. SWOT-analyser brukes for å kategorisere organisasjonens styrker og svakheter, muligheter og trusler.

### 4.3 Oppsummering i en SWOT-analyse

SWOT-analyse	Fordeler	Ulemper
	Styrker	Svakheter
Interne	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Stor markedsandel</li> <li>- Stor vekst</li> <li>- Kjent merkevare</li> <li>- Lav produksjonskostnad</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Høy gjeldsgrad</li> <li>- Ingen unike patenter eller ikke-imiterbare produkter</li> </ul>
	Muligheter	Trusler
Eksterne	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kapre større markedsandel</li> <li>- Nedgang i sigarettbruk               <ul style="list-style-type: none"> <li>- Økning i salg av produkter fra SWMA</li> </ul> </li> <li>- Utnytte eventuelle lovendringer</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Flere innstramminger og forbud</li> <li>- Stort fokus på helse og velvære kan føre til nedgang i bruk av nikotinprodukter</li> <li>- Klimareguleringer</li> </ul>

Tabell 4.2: SWOT analyse av Swedish Match.



# 5 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse er et essensielt, kvantitativt verktøy for å forstå hvor godt en bedrift presterer, og hvilke prognoser som er realistiske å legge til grunn for en verdivurdering. Gjennom en nøkkeltallsanalyse får man de harde faktaene om hvor godt eller dårlig et selskap er. Vi skal analysere seks forhold; i) marginer, ii) kapitalavkastning, iii) vekst, iv) finansiell struktur, v) likviditet, og vi) kontantstrøm. Som referanseselskap har vi valgt det danske Scandinavian Tobacco Group A/S (STG), som produserer sigarer og pipetobakk, og selger til et globalt marked. Det er viktig å merke seg at SWMA er et mye større selskap enn STG, da SWMA per 31.12.20 har en børsverdi omtrent 6x større enn STG. De er imidlertid fortsatt to globale aktører innen tobakkmarkedet, så nøkkeltallene vil være sammenlignbare til en viss grad. Uansett er tolkningen av nøkkeltallene viktigere enn den rene sammenligningen. Vi har også inkludert noen gjennomsnittstall fra S&P 500- og FTSE 100-indeksene som ytterligere referansepunkt.

## 5.1 Marginer

Bruttomargin er:

$$BM = \frac{\text{Omsetning} - \text{Varekostnad}}{\text{Omsetning}} \quad (5.1)$$

Det betyr i praksis at det er forskjellen mellom hvor mye det koster å produsere produktene deres og hvor mye de får solgt produktene sine for, uttrykt som en prosent. Altså, når SWMA har en bruttomargin på 66% i 2020, betyr det at de i gjennomsnitt bruker 44 kroner på å produsere produkter som de selger til slutt kunder for 100 kroner. Dette kan ses på som «syretesten» på hvor lønnsom forretningen er. Vi ser fra tabell 5.1 at SWMAs bruttomargin var betydelig høyere enn STGs de siste tre årene. Til sammenligning var gjennomsnittet i S&P 500 på 44%, og gjennomsnittet i FTSE 100 på 39%, i 2020. (LLP, 2020).

År	Swedish Match AB			STG A/S		
	2020	2019	2018	2020	2019	2018
Bruttomargin	66%	64%	63%	46%	48%	48%
Driftsmargin	42%	36%	37%	12%	14%	11%
Resultatmargin	29%	26%	28%	8%	11%	10%

Tabell 5.1: Marginer for SWMA. (SWMA, 2021a) (AB, 2019) (borsdata.se, 2021)

## 5 Regnskapsanalyse

Driftsmargin er omtrent det samme som bruttomargin, forskjellen er bare at man trekker fra enda flere kostnader i telleren. I tillegg til varekostnad trekker man fra administrative kostnader, salgskostnader, andre driftskostnader etc. Formelen blir altså:

$$DM = \frac{\text{Driftsresultater}}{\text{Omsetning}} \quad (5.2)$$

En høy driftsmargin er et tegn på at selskapet operasjonelt sett er effektivt. Vi ser fra tabell 5.1 at SWMA kun mister omtrent 36% av bruttomarginen sin når man trekker fra driftskostnader, slik at driftsmarginen blir 42% i 2020. Det betyr altså at man lager produkter for 58 kroner (inkludert driftskostnader), og selger de for 100 kroner. Det kan se ut til at SWMA drives mer effektivt enn STG, ettersom STG mister omtrent 74% av bruttomarginen sin når driftskostnader trekkes fra. Det gir en driftsmargin på 12% i 2020. Hva denne differansen skyldes er vanskelig å si uten mer kunnskap om STGs drift, men det kan tenkes at SWMA nyter godt av stordriftsfordeler, ettersom de er mye større (både målt i børsverdi og omsetning) enn STG.

I resultatmarginen blir også finanskostnader og skatt trukket fra omsetningen, slik at formelen er:

$$RM = \frac{\text{Resultat etter skatt}}{\text{Omsetning}} \quad (5.3)$$

Tabell 5.1 viser at SWMA har en resultatmargin på 29% i 2020, som betyr at når de selger produkter for en hundrelapp sitter de igjen med 29 kroner som kan distribueres til aksjonærene. En annen måte å se det på er at for å oppnå 100 kroner i salg, har de 71 kroner i kostnader. Dette er betydelig høyere enn STGs resultatmargin som var på 8% i 2020. En tommefingerregel her er at resultatmargin  $> 10\%$  kan regnes som bra.

## 5.2 Kapitalavkastning

ROCE er den engelske forkortelsen for *return on capital employed*, altså noe sånt som «avkastning på sysselsatt kapital» på norsk. Vi har beregnet ROCE som:

$$ROCE = \frac{\text{Resultat etter skatt} + \text{Netto finanskostnad}}{\text{Egenkapital} + \text{Netto gjeld}} \quad (5.4)$$

Netto finanskostnad er beregnet som finansinntekter minus finanskostnader, se kapittel 5.5 om likviditet for beregning av netto gjeld. Telleren i brøken representerer avkastning og nevneren sysselsatt kapital. Vi inkluderer altså gjeld i sysselsatt kapital ettersom mange selskaper finansierer drift og eventuell vekst med gjeld. Fra tabell 5.2 ser vi at SWMA har en avkastning på sysselsatt kapital på 38,7% i 2020, noe som er litt høyere enn de to foregående årene, der den var på rundt 30%. Til sammenligning har STG en avkastning på sysselsatt kapital på rundt 7% i perioden. En måte å tenke på ROCE på er å si at for hver hundrelapp SWMA investerer (i fabrikker, ansatte, innovasjon, etc.), genererer de 38,7 kroner tilbake i avkastning. STG genererer kun 7,4 kroner i



avkastning per hundrelapp de investerer. SWMA scorer altså betydelig bedre på dette nøkkeltallet. Gjennomsnittet i S&P 500 er 11%, mens gjennomsnittet i FTSE 100 er 10% i 2020 (LLP, 2020), altså scorer SWMA langt bedre enn indeksene i USA og England også.

År	Swedish Match AB			STG A/S		
	2020	2019	2018	2020	2019	2018
ROCE	38,7%	30,8%	29,7%	7,4%	7,0%	6,9%
ROE	-62,7%	-61,8%	-63,9%	8,1%	8,2%	7,6%
TKR	46,1%	37,3%	34,4%	7,0%	7,0%	5,5%

Tabell 5.2: Kapitalavkastning for SWMA og STG. (SWMA, 2021a) (AB, 2019) (borsdata.se, 2021)

ROE, eller *avkastning på egenkapital* på norsk er beregnet som:

$$ROE = \frac{\text{Resultat etter skatt}}{\text{Egenkapital}} \quad (5.5)$$

Nøkkeltallet måler fortsatt kapitalavkastning, men utelukker altså gjeld, noe som i de aller fleste tilfeller betyr at  $ROE > ROCE$ , men SWMAs tilfelle er ganske spesielt. SWMA opererer nemlig med negativ egenkapital i balansen, slik at når man deler det positive resultatet på den negative egenkapitalen, får man en negativ ROE, som vist i tabell 5.2. Vi skriver mer om hvorfor SWMA har negativ egenkapital i kapittel 5.4 om finansiell struktur. Vanligvis når et selskap har negativ ROE betyr det at selskapet ikke tjener penger. Det er altså ikke tilfellet her, da SWMA faktisk har en positiv avkastning (de tjener penger) på en negativ egenkapital.

TKR, eller *total kapitalrentabilitet* er beregnet som:

$$TKR = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Totale eiendeler}} \quad (5.6)$$

Dette nøkkeltallet måler, i likhet med ROCE og ROE, avkastning på kapital, men i dette tilfellet gjennom driftsresultat og totale eiendeler. Det betyr at i kapitallette selskaper, altså selskaper som ikke trenger å investere mye kapital for å vokse lønnsomheten, vil man kunne få  $TKR > ROCE$ . Det betyr som oftest at marginallønnsomheten i selskapet er god. Vi ser fra tabell 5.2 at SWMA faktisk har høyere TKR enn ROCE, og oppnådde i 2020 46,1%, sammenlignet med STGs 7%. En tommelfingerregel her er at  $TKR > 15\%$  kan regnes som bra.

## 5.3 Vekst

*Salgsvekst*, eller såkalt topplinjevekst måler netto endring i salg fra år til år, og er vist i tabell 5.3. Veksten i tobakkmarkedet kommer hovedsakelig fra produsentenes evne til å sette opp prisen på produktene, uten å miste betydelig antall kunder. Det er dette

## 5 Regnskapsanalyse

År	Swedish Match AB			STG A/S		
	2020	2019	2018	2020	2019	2018
Salgsvekst	13,3%	13,7%	-19,5%	16,5%	2,3%	3,9%
CAGR siden 2018	13,5%			9,2%		
Inntjeningsvekst	25,5%	8,9%	5,2%	-9,3%	12,4%	-6,5%
CAGR siden 2018	16,9%			0,9%		

Tabell 5.3: Vekst i SWMA og STG. (SWMA, 2021a) (AB, 2019) (borsdata.se, 2021)

som kalles *pricing power* på engelsk, og det er et konkurransefortrinn. Et mer dekkende nøkkeltall er *CAGR fra 2018*, dette står for *compounded annual growth rate*, og uttrykker årlig gjennomsnittsvekst. En *CAGR* på 13,5% siden 2018 tilsvarer en økning i salg hvert år siden den gang på 13,5% i gjennomsnitt. Vi ser fra tabell 5.3 at selv om SWMA er et mye større selskap enn STG, har SWMA vokst salget hurtigere enn STG siden 2018.

*Inntjeningsvekst* er såkalt bunnlinjevekst og er vist i tabell 5.3. Dette er altså netto endring i resultat etter skatt hvert år. Denne veksten kommer fra to faktorer; 1) salgsvekst og 2) vekst i marginer. Når gjennomsnittsveksten siden 2018 er 16,9%, altså høyere enn salgsveksten, betyr det at resultatmarginen også har økt siden 2018. For STG sin del er gjennomsnittsveksten på inntjening betydelig lavere enn gjennomsnittsveksten på salg, som betyr at marginene har forverret seg i perioden. SWMA scorer altså mye bedre både på salg- og inntjeningsvekst enn STG, selv om SWMA altså er et mye større selskap.

### 5.4 Finansiell struktur

Som nevnt tidligere opererer SWMA med negativ egenkapital. Ettersom *eiendeler* = *egenkapital* + *gjeld*, må det nødvendigvis bety at SWMA har mer gjeld enn eiendeler. Formelen for gjeldsgrad er slik:

$$Gjeldsgrad = \frac{Kortsiktig gjeld + Langsiktig gjeld}{Totale eiendeler} \quad (5.7)$$

Vi ser fra tabell 5.4 at i 2020 hadde SWMA en gjeldsgrad på 151%, noe som betyr at eiendelene SWMA eier regnes som mindre verdt enn lånene de har tatt for å finansiere dem. I praksis kan den negative egenkapitalposten ha flere årsaker, for det første at goodwill-posten blir nedskrevet. Goodwill kan forenklet sies å være forskjellen på markedsverdien og anskaffelseskostnaden til eiendeler. Dersom goodwill er for lavt vurdert kan man ende med negativ egenkapital. I tillegg distribuerer Swedish Match omtrent hele overskuddet sitt tilbake til aksjonærene gjennom utbytter og tilbakekjøp (og påfølgende makulering) av egne aksjer. Dermed blir ikke noe av overskuddet spart til egenkapitalen. Siden 2018 har for eksempel antall SWMA-aksjer i markedet blitt redusert fra omtrent 176 millioner til omtrent 157 millioner. Det vil si at selskapet har brukt i overkant av 9 milliarder SEK på tilbakekjøp i perioden dersom man antar en gjennomsnittlig aksjekurs på omkring 480 SEK. I tillegg har de delt ut utbytter på 38

SEK per aksje, noe som tilsvarer mellom 6 og 7 milliarder SEK avhengig av hvor mange aksjer som var utstedt da utbyttet ble utdelt. Det betyr at SWMA har utdelt omtrent 15-16 milliarder SEK tilbake til aksjonærene siden 2018 gjennom tilbakekjøp og utbytter, mens de kun har tjent 12,4 milliarder gjennom driften. Dette bidrar også til å skape den negative egenkapitalen.

År	Swedish Match AB			STG A/S		
	2020	2019	2018	2020	2019	2018
Gjeldsgrad	151%	144%	140%	40%	34%	34%
Belåningsgrad	4,0	4,7	4,7	8,1	5,2	6,4

Tabell 5.4: Finansiell struktur i SWMA og STG.(SWMA, 2021a) (AB, 2019) (borsdata.se, 2021)

*Belåningsgrad* er et nøkkeltall som sier noe om hvor mye et selskap belåner driften sin for å skape resultatene sine. Vi har beregnet det slik:

$$\text{Belåningsgrad} = \frac{\text{Netto gjeld}}{\text{Resultat etter skatt}} \quad (5.8)$$

Vi ser fra tabell 5.4 at selv om SWMA har mye høyere gjeldsgrad enn STG har de faktisk en lavere belåningsgrad. Det vil si at de oppnår veldig mye høyere inntjening pr «enhet» belåning, eller pr krone netto gjeld, enn det STG gjør. En måte å tolke det på er at SWMA bruker 4 SEK i belåning for å generere 1 SEK i inntjening, mens STG bruker 8,1 DKK i belåning på å generere 1 DKK i inntjening. Slikt sett kan kanskje SWMAs høye gjeldsgrad forklares. Likevel er SWMA utvilsomt veldig aggressivt finansiert. En annen måte å se belåning-nøkkeltallet på er at om ledelsen i SWMA bestemte seg for å bruke alt overskudd på å nedbetale gjeld ville de brukt 4 år på å kunne betale ned hele gjelden. Dette er ganske høyt, en tommelfingerregel kan kanskje være at en belåningsgrad på 2 er middels konservativ finansiering.

## 5.5 Likviditet

Vi vet altså at SWMA er aggressivt finansiert med mye gjeld. Dette er hverken bra eller dårlig i seg selv, det avhenger av selskapets evne til å håndtere gjelden, og fortsatt ha

År	Swedish Match AB			STG A/S		
	2020	2019	2018	2020	2019	2018
Rentedekningsgrad	20,2	21,5	17,1	18,6	21,6	19,7
Netto gjeld	19 542	18 174	16 696	5 507	3 872	4 274

Tabell 5.5: Likviditet for SWMA og STG. Netto gjeld oppgitt i henholdsvis MSEK og MDKK. (SWMA, 2021a) (AB, 2019) (borsdata.se, 2021)

## 5 Regnskapsanalyse

penger til overs til aksjonærene. Et nøkkeltall som uttrykker evnen til gjeldshåndtering, er *rentedekningsgrad*. Den er beregnet slik i vår analyse:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Netto finanskostnad}} \quad (5.9)$$

Driftsresultat er benyttet fordi det er driftsresultatet som brukes til å betale ned rentekostnader. Rentedekningsgraden sier noe om hvor stor sannsynligheten for mislighold på renteutbetalinger er, og jo høyere rentedekning, jo bedre. I 2020 hadde SWMA en rentedekning på omtrent 20x, som vist i tabell 5.5. Dette må sies å være tilfredsstillende, og det er faktisk høyere enn STGs på omtrent 19x, selv om SWMA har en gjeldsgrad på 151% mot STGs gjeldsgrad på 40%. Det kan altså virke som at selv om SWMA er aggressivt finansiert har de fortsatt evne til å håndtere gjelden sin med god margin. Til sammenligning var den gjennomsnittlige rentedekningsgraden i S&P500 og FTSE100 på 6x i 2020. (LLP, 2020). *Netto gjeld* er et nøkkeltall som har gått igjen i flere andre beregninger. Vi har beregnet det slik:

$$\text{Netto gjeld} = \text{Langsiktig gjeld} + \text{Kortsiktig gjeld} - \text{Kontanter} \quad (5.10)$$

Det betyr at nøkkeltallet er uttrykt i absolutt form, og fra tabell 5.5 ser vi at SWMA hadde netto gjeld på 19,5 milliarder SEK i 2020. Netto gjeld uttrykker hva som skjer dersom selskapet bestemmer seg for å bruke hele kontantbeholdningen sin til å nedbetale gjeld umiddelbart. Dersom netto gjeld  $> 0$  betyr det at selskapet har mer gjeld enn kontanter. Vi ser at SWMA definitivt faller inn i den kategorien, men netto gjeld må ses i sammenheng med belåningsgrad fra forrige avsnitt. Vi ser at selv om SWMA har høyere netto gjeld enn STG, ville de faktisk kun brukt halvparten så lang tid på å nedbetale all gjelden sin, ettersom de er mye mer lønnsomme pr krone netto gjeld.

## 5.6 Kontantstrøm

Selv om et selskap rapporterer god inntjening betyr det ikke at all den inntjeningen faktisk kommer inn i selskapet som cash. Derfor kan beregning av *free cash flow* være en nyttig regneøvelse. Den stammer fra kontantstrømoppstillingen, og beregnes slik:

$$\begin{aligned} FCF &= \text{Kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter} \\ &- \text{Utbetalinger ved kjøp av varlige driftsmidler og immaterielle eiendeler} \end{aligned} \quad (5.11)$$

Kort sagt uttrykker FCF hva som er igjen til aksjonærene etter at selskapet har betalt alle utgifter, skatter og investeringer i drift. Hva som gjøres med FCF er ren kapitalallokering fra selskapets side, og vi har allerede nevnt at SWMA distribuerer praktisk talt all FCF tilbake til aksjonærene.

*Cash conversion* uttrykker hvor mye av rapportert inntjening som faktisk kommer inn i selskapet som kontanter. Det nytter ikke å rapportere skyhøy inntjening dersom man ikke får betalt fordringene sine i kontanter på et eller annet tidspunkt. Her ser vi altså

År	Swedish Match AB			STG A/S		
	2020	2019	2018	2020	2019	2018
Free Cash Flow	4 481	4 360	3 058	-166	1 250	274
Cash conversion	92%	112%	85%	-25%	167%	41%

Tabell 5.6: Kontantstrøm for SWMA og STG. FCF oppgitt i henholdsvis MSEK og MDKK. (SWMA, 2021a) (AB, 2019) (borsdata.se, 2021)

etter en cash conversion så nært 100% (eller aller helst over 100%) som mulig. Cash conversion er beregnet slik:

$$\text{Cash conversion} = \frac{\text{Free Cash Flow}}{\text{Resultat etter skatt}} \quad (5.12)$$

Vi ser fra tabell 5.6 at SWMA ligger i intervallet [85%, 112%] siden 2018, som må kunne sies å være tilfredsstillende.

## 5.7 Oppsummering

SWMA har høye marginer både sammenlignet med referansen STG og de brede indeksene S&P500 og FTSE100. Det betyr at SWMA har lavere produksjonskostnader pr krone i salg. Dette er et konkurransefortrinn, og bidrar til at SWMA scorer meget bra på lønnsomhet målt gjennom kapitalavkastning. Avkastning på sysselsatt kapital og total kapital er mye høyere enn både referansen og indeksene. Det betyr at for hver krone som blir investert i SWMA genereres det mer avkastning enn for hver krone investert i STG og indeksene. Dette er ekstremt viktig da den viktigste testen på om en forretning er god eller ikke, er nettopp kapitalavkastning. I tillegg til å være lønnsomme har SWMA vokst salg og inntjening relativt kraftig de siste to årene, og oppnådd en gjennomsnittsvest på henholdsvis 13,5% og 16,9%, til tross for at alt overskuddet hvert år har blitt ført tilbake til aksjonærene. Det tyder på at *marginallønnsomheten* er svært god, altså at SWMA ikke trenger å investere mye mer kapital for å generere mer inntjening.

Når det kommer til finansiell struktur ser det ut til at SWMA er svært aggressivt finansiert med en gjeldsgrad på 151%. Belåningsgraden er imidlertid halvparten så lav som referansen STG, noe som tyder på at SWMA faktisk benytter denne belåningen godt. I tillegg er rentedekningsgraden på omtrent 20x, noe som betyr at selskapet håndterer gjeldskostnadene sine med god margin. At SWMA har så mye gjeld betyr imidlertid at selskapet er sensitivt til en renteøkning. Dersom gjeld blir dyrere i framtiden vil rentekostnadene stige og lønnsomheten falle. Videre så vi at SWMA konverterer stort sett all inntjeningen sin til kontanter som kan distribueres tilbake til aksjonærene.

SWMA er altså et svært kapitallett, ekstremt lønnsomt selskap med høye marginer. Dette tilsier at selskapet har sterk *pricing power* og markedsposisjon. Driften er imidlertid aggressivt finansiert med høy gjeld, men så lenge lønnsomheten fortsetter å være så god vil selskapet sannsynligvis klare å håndtere gjeldskostnadene sine med god margin.



## 6 Prognose av fremtidig kontantstrøm

Dersom verdien av et selskap er nåverdien av fremtidig kontantstrøm, er prognosen av fremtidig kontantstrøm åpenbart en vesentlig del av selskapsanalysen. Prognoser handler imidlertid per definisjon om å spå fremtiden, noe som er ekstremt vanskelig å gjøre nøyaktig, hovedsakelig på grunn av manglende informasjon, mangelfull tolkning av informasjon, eller betydningen av uforutsigbare tilfeldigheter. Våren 2020 ble for eksempel alle finansanalytikers prognoser plutselig fullstendig ubrukelige da covid-pandemien lagde helt nye forutsetninger og omstendigheter for de aller fleste selskaper. På grunn av at fremtiden er usikker, og utfallsrommet er stort vil vi i denne undersøkelsen forutsi fremtidig kontantstrøm på grunnlag av tre ulike utfall; *i) et pessimistisk utfall, ii) et nøytralt utfall, og iii) et optimistisk utfall*. I denne undersøkelsen vil vi anta at alle utfallene er like sannsynlige (med  $1/3$  sannsynlighet hver), og til slutt beregne en forventningsverdi på kontantstrømmen basert på utfallene og deres sannsynlighet. Det vil forhåpentligvis gjøre at vi dekker et større spekter av utfallsrommet, og får bedre estimat. Jo lengre frem i tid man forsøker å spå, jo vanskeligere blir det å spå nøyaktig, så i denne oppgaven prognostiserer vi kontantstrøm fem år frem i tid, mens kontantstrømmen etter det vil bli beregnet i en terminalverdi.

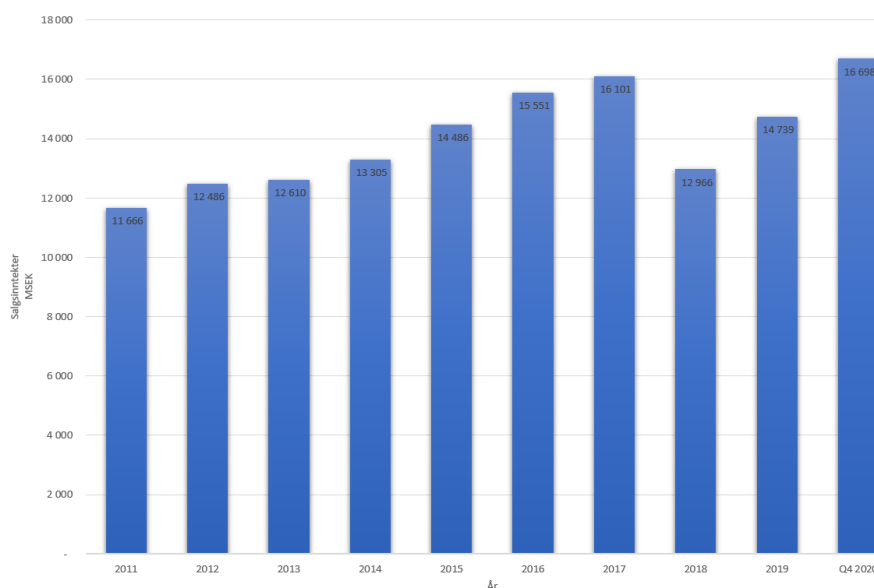
### 6.1 Historisk vekst

Salgsinntektene er visualisert i figur 6.1, og øker som regel litt hvert år, med unntak av 2018 hvor man så en nedgang på 19.5%. En stor del av dette fallet skyldes bytte av regnskapsstandarder, da SWMA gikk over til IFRS 15 som regnskapsstandard dette året, som førte til en litt annen beregning av salgsinntekter. Totalt sett har SWMA oppnådd en CAGR (definert i kapittel 5.3) siden 2011 på 4,1%.

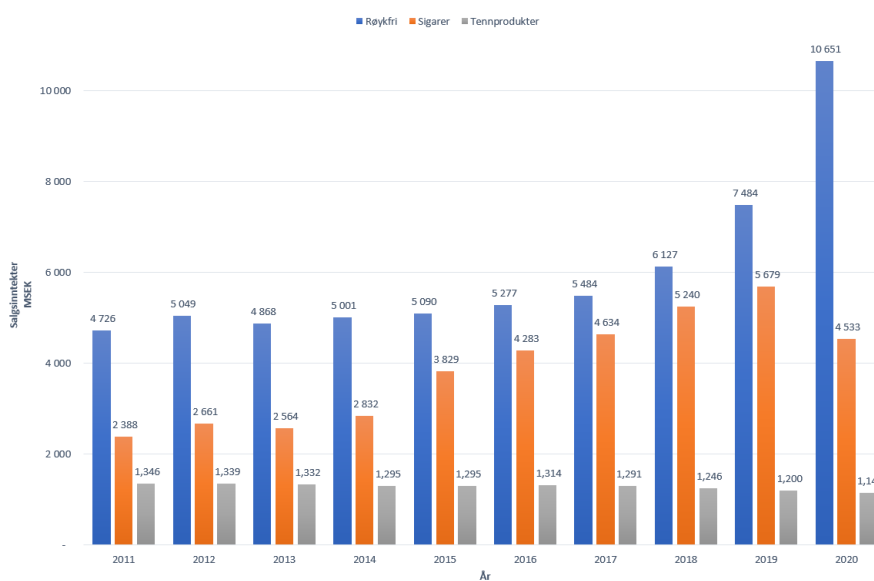
### 6.2 Drivere av fremtidig vekst

Når det gjelder fremtidig vekst kan det være nyttig å bryte omsetningen ned til segmentnivå. Vi vet at SWMA selv definerer tre segmenter; *røykfri tobakk, sigarer, og tennprodukt*. Vi kan se på vekstpotensialet i hvert segment for seg. Den historiske veksten på segmentbasis er illustrert i Figur 6.2.

## 6 Prognose av fremtidig kontantstrøm



Figur 6.1: SWMAs salgsinntekter fra 2011. (SWMA, 2021a) (AB, 2019)



Figur 6.2: Historisk salgsvekst på segmentbasis. (SWMA, 2021a) (AB, 2019)

### 6.2.1 Røykfri-segmentet

Historisk vekst i røykfri-segmentet har vært 9,4% årlig siden 2011, men vekstraten har akselerert betraktelig de siste tre årene, og CAGR siden 2018 har vært 31,8% årlig. Veksten fra 2019 til 2020 er imidlertid preget av bokføringseffekter, da tyggetobakk ble overført fra sigar- til røykfri-segmentet, noe som gjør denne veksten kunstig høy.



<b>Leveransevolumer for røykfri-segmentet (I millioner bokser)</b>			
<b>År</b>	<b>2020</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>
USA	247,4	174,4	151,6
Skandinavia	261,1	272,4	263,6
Andre markeder	7,9	10,9	<i>Data mangler</i>
<b>SUM</b>	<b>516,4</b>	<b>457,7</b>	<b>415,2</b>
CAGR	11,52%		

Tabell 6.1: Leveransevolum for røykfri-segmentet. (SWMA, 2021a) (AB, 2019)

I Q4-rapporten for 2020 skriver SWMA at de forventer seg en økende interesse for tobakksprodukter som gir et mindre skadelig alternativ til sigaretter, først og fremst drevet av vekst i posesnussegmentet.

Det fremgår også at for å øke produksjonskapasiteten av posesnus vil man gjennomføre høyere kapitalinvesteringer enn i 2020, allerede i 2021. I tillegg forventer man økt konkurranse fra andre produsenter i dette markedet. Segmentet for røykfri tobakk utgjør kun 2% av verdens globale tobakkmarked, mens over 85% av markedet består av sigaretter (SWMA, 2021a). I Norge har prosentandelen av den totale voksne befolkningen som snuser økt fra 5% i 2005 til 13% 2020 (Statistisk Sentralbyrå, 2021c). Det tilsvarer en årlig vekstrate på 6.6%. Økningen er spesielt høy blant voksne i alderen 45-54, hvor prosentandelen som snuser har økt fra 1% i 2005, til 12% i 2020, noe som gir en årlig vekstrate på 16,8%, og kan tyde på at gamle røykere bytter røyk mot snus, eller snuser i tillegg til å røyke. En annen medvirkende årsak kan være at ungdom som startet å snuse på 90-tallet nå har nådd denne aldersgruppen, og fortsatt bruker snus. Ser man på tilsvarende tall for prosentandelen av røykere i den voksne befolkningen har den gått ned fra 25% i 2005 til 9% i 2020, noe som tilsvarer en årlig vekstrate på -6.6% (Statistisk Sentralbyrå, 2021b). Dersom denne trenden fortsetter i Norge og internasjonalt er det utvilsomt røykfri-segmentet som representerer SWMAs største vekstmulighet.

SWMA fører data på hvor mye produkt de leverer til ulike markeder, og i ulike segmenter, og leveransevolumene i millioner bokser, av snus, posesnus, moist snuff, og tyggetobakk, de siste tre årene finnes i tabell 6.1.

Vi ser at totalt leverte SWMA 516,4 millioner bokser med røykfri tobakk i 2020. Det er 12,8% mer enn i 2019, og 24% mer enn i 2018. Det tilsvarer en årlig vekstrate på 11,52%. Veksten er utelukkende drevet av det amerikanske markedet, da det skandinaviske er relativt flatt i perioden, og andre markeder opplevde nedgang fra 2019 til 2020.

Det er også verdt å merke seg at røykfri-segmentet er det segmentet hvor SWMA har høyest margin, driftsmarginen her var 48% i 2020 mot 40.5% i sigar-segmentet, og 19,5% i tennprodukter. Det betyr at dersom en større andel av omsetningen kommer fra røykfri-segmentet er det grunn til å tro at resultatmarginen vil forbedres noe fra dagens nivå. Det kan legge til rette for at inntjening vokser noenlunde raskere enn salget i fremtiden. Vi estimerer utfallene for røykfri-segmentet i tabell 6.2.

## 6 Prognose av fremtidig kontantstrøm

Salgsinntekter i Røykfri-segmentet					
År	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Pessimistisk utfall (CAGR 6%)	11 290	11 967	12 686	13 447	14 253
Nøytralt utfall (CAGR 8,5%)	11 556	12 539	13 604	14 761	16 015
Optimistisk utfall (CAGR 12%)	11 929	13 361	14 964	16 760	18 771

Tabell 6.2: Salgsinntekter røykfri segmentet

Inntjening i Røykfri-segmentet					
År	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Pessimistisk	4 135	4 383	4 646	4 925	5 221
Nøytralt	4 233	4 593	4 983	5 406	5 866
Optimistisk	4 369	4 894	5 481	6 139	6 875

Tabell 6.3: Inntjening røykfri

Driftsmarginen i røykfri-segmentet var 44,3% i gjennomsnitt de siste 5 årene. Det var 33,3% over gjennomsnittlig driftsmargin for alle segmenter. Resultatmarginen totalt (i alle segmenter) var 27,5%. Dersom vi antar at resultatmarginen fra røykfri-segmentet er proporsjonal med driftsmarginen, altså 33,3% over gjennomsnittet, lander vi på en resultatmargin på 36,63% for dette segmentet. Multipliserer vi inn det, lander vi på inntjeningene vist i tabell 6.3.

Vi vet at Swedish Match konverterer omtrent all inntjeningen sin til *Free Cash Flow* (se kapittel 5), så dersom man antar at *Cash Conversion* fortsatt kommer til å være rundt 100% trenger man ikke å justere inntjeningen for å komme frem til kontantstrøm. Vi antar at alle utfallene er like sannsynlige med 33,3% sannsynlighet hver. I tabell 6.4 vises forventet kontantstrøm for røykfri-segmentet.

### 6.2.2 Sigar-segmentet

Når det gjelder sigar-segmentet har historisk vekst siden 2011 vært litt dårligere med en årlig vekstrate på 7,4%. Veksten har imidlertid vært positiv hvert eneste år bortsett fra i 2020 hvor salgsinntektene fra segmentet sank med 20,2%. Dette store fallet har sin

Røykfri-segmentet					
År	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Forventet kontantstrøm	4 246	4 623	5 037	5 490	5 987

Tabell 6.4: Forventet kontantstrøm røykfri-segmentet.

forklaring i hvordan sigar-segmentet defineres internt i Swedish Match. Før 2020 har dette segmentet blitt kalt «øvrigt tobakkprodukter» som omfattet tyggetobakk i tillegg til sigarer. Nå derimot bokfører man kun inntekter fra salg av sigarer i dette segmentet, og det gjør at fallet i omsetning blir kunstig høyt i 2020. SWMA selger sigarer omtrent utelukkende i USA, og i tabell 6.5 vises oppnådd leveransevolum de siste tre årene.

Leveransevolumer for Sigar-segmentet			
År	2020	2019	2018
Millioner sigarer	1 903	1 692	1 703
CAGR	5,7%		

Tabell 6.5: Leveransevolum sigar-segmentet. (SWMA, 2021a) (AB, 2019)

Vi estimerer at inntektene fra dette segmentet vil bestemmes av inflasjon og Swedish Matches evne til å øke prisene litt høyere enn inflasjonen (*pricing power*). Generelt sett tror vi Swedish Match vil klare å matche inflasjonen, og i de fleste tilfeller kunne øke prisene sine litt ekstra slik at salgsinntektene vil øke noe raskere enn inflasjonen. Derfor tror vi inflasjonsmålet er et godt utgangspunkt for en prognose. Samtidig er det i USA SWMA øker sigar-salget raskest, og der opplevde de 23% salgsvekst i lokal valuta i 2020, så det fins også noen vekstimpulser i dette segmentet, foruten inflasjon og *pricing power*. Inflasjonsforventningene for de neste ti årene blant markedsaktører i USA er 2,34% årlig (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2021b), mens her i Norge hadde vi en inflasjon på 3,1% i konsumprisindeksen det siste året (Statistisk Sentralbyrå, 2021a), og målet til Norges Bank er å holde inflasjonen rundt 2% årlig. På grunn av at SWMA nesten utelukkende selger sigarer i USA tror vi det er mer nærliggende å forvente en inflasjon rundt 2,34%. Dersom man regner med en årlig inflasjon på omtrent 2,34%, estimerer vi utfallene for sigar-segmentet i tabell 6.6.

Gjennomsnittlig driftsmargin var 38,8% i dette segmentet de siste 5 årene, noe som var 16,8% over gjennomsnittlig driftsmargin for alle segmenter på 33,21%. Antar vi at resultatmarginen fra dette segmentet blir proporsjonalt større enn gjennomsnittlig resultatmargin for alle segmenter på 27,5%, får vi en forventet resultatmargin for sigar-

Salgsinntekter i Sigar-segmentet					
År	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Pessimistisk utfall (CAGR 2%)	4 624	4 716	4 810	4 907	5 005
Nøytralt utfall (CAGR 3%)	4 669	4 809	4 953	5 102	5 255
Optimistisk utfall (CAGR 4%)	4 714	4 903	5 099	5 303	5 515

Tabell 6.6: Salgsinntekter for sigar-segmentet

## 6 Prognose av fremtidig kontantstrøm

Inntjening i Sigar-segmentet					
År	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Pessimistisk	1 484	1 513	1 544	1 575	1 606
Nøytralt	1 498	1 543	1 590	1 637	1 686
Optimistisk	1 513	1 573	1 636	1 702	1 770

Tabell 6.7: Inntjening sigar-segmentet

Sigar-segmentet					
År	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Forventet kontantstrøm	1 498	1 543	1 590	1 638	1 687

Tabell 6.8: Forventet kontantstrøm for sigar-segmentet

segmentet på 32,1%. Multipliserer vi inn det får vi inntjeningsestimater i tabell 6.7.

Tabell 6.8 viser forventet kontantstrøm for sigar-segmentet.

### 6.2.3 Tennprodukter

Dette segmentet består av fyrstikker og lightere. Når det gjelder fyrstikker er SWMAAs største markeder Europa, Brasil og Afrika. Fyrstikkmarkedet er i en langvarig nedgang i de fleste land SWMA er til stede (AB, 2019). For lightere er de viktigste markedene Europa, Asia, i tillegg til Brasil. Størrelsen på lighter-markedene rapporteres som flate eller noe synkende i de fleste land SWMA er til stede (AB, 2019). Ser man på leveransevolumer har de også vært synkende de siste årene, i 2018 leverte SWMA 64,4 milliarder fyrstikker globalt, mens i 2019 kun 54,3 milliarder. I 2020 økte leveransevolumet noe til 57,3 milliarder. Likevel snakker vi altså om en nedgang på 11% siden 2018. SWMA leverte 334 millioner lightere i 2018, mens i 2019 sank leveransevolumet til 304,5 millioner før det sank ytterligere i 2020 til 293,4 millioner. Det er en nedgang på 12,2% siden 2018. Disse tallene er oppsummert i tabell 6.9.

Ser vi på salgsinntektene fra tennprodukter som helhet har det gått fra 1 346 MSEK i 2011 til 1 149 MSEK i 2020. Det tilsvarer en annualisert vekstrate på -1,7%. Vi ser ingen grunn til å anta at veksten de neste 10 årene vil være dramatisk forskjellig fra denne

Leveransevolumer for Tennprodukter			
År	2020	2019	2018
Milliarder fyrstikker	57,3	54,3	64,5
Millioner lightere	293,4	304,5	333,9
<b>SUM, milliarder enheter</b>	<b>57,593</b>	<b>54,605</b>	<b>64,834</b>
CAGR	-5,7%		

Tabell 6.9: Leveransevolum for tennprodukter. (SWMA, 2021a) (AB, 2019)

Salgsinntekter for Tennprodukter-segmentet					
År	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Pessimistisk utfall (CAGR -2,5%)	1 120	1 092	1 065	1 038	1 012
Nøytralt utfall (CAGR -1,5%)	1 132	1 115	1 098	1 082	1 065
Optimistisk utfall (CAGR -0,5%)	1 143	1 138	1 132	1 126	1 121

Tabell 6.10: Salgsinntekt for tennprodukter

Inntjening i Tennprodukter-segmentet					
År	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Pessimistisk	153	150	146	142	139
Nøytralt	155	153	150	148	146
Optimistisk	157	156	155	154	153

Tabell 6.11: Inntjening på tennprodukter

historiske veksten, i og med at volumene i både fystikk- og lightermarkedene er synkende i de fleste landene SWMA opererer. Vi estimerer utfallene for tennprodukter-segmentet i tabell 6.10.

Gjennomsnittlig driftsmargin for dette segmentet var 16.56% de siste fem årene, noe som var 50,1% lavere enn gjennomsnittlig driftsmargin for alle segmenter på 33,21%. Antar vi at resultatmarginen fra dette segmentet blir proporsjonalt lavere enn gjennomsnittlig resultatmargin for alle segmenter (27,5%), får vi en resultatmargin for tennprodukter-segmentet på 13,7%. Ved å multiplisere inn det, får vi inntjeningen vist i tabell 6.11.

Tabell 6.12 viser forventet kontantstrøm.

#### 6.2.4 Andre segmenter

I tillegg vil man få et lite bidrag fra samleposten andre segmenter. Vi har ingen grunn til å forvente at kontantstrømmen fra denne posten vil endres signifikant de neste årene, så vi forventer at den vil gi rundt 350 MSEK i salgsinntekter de neste fem årene. Driftsresultatet herfra har imidlertid vært negativt, og i 2020 var det -169 MSEK. Vi forventer at bidraget fra andre segmenter vil fortsette å være negativt i fremtiden. Forventet kontantstrøm herfra finnes i tabell 6.13.

Tennprodukter-segmentet					
År	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Forventet kontantstrøm	155	153	150	148	146

Tabell 6.12: Forventet kontantstrøm for tennprodukt-segmentet.

## 6 Prognose av fremtidig kontantstrøm

Andre segmenter					
År	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Forventet kontantstrøm	-169	-169	-169	-169	-169

Tabell 6.13: Forventet kontantstrøm for andre segmenter.

Resultatregnskap					
År	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Salgsinntekter Røykfri-segmentet	11 592	12 622	13 751	14 989	16 347
Salgsinntekter Sigar-segmentet	4 669	4 809	4 954	5 104	5 258
Salgsinntekter Tennprodukter	1 132	1 115	1 098	1 082	1 066
Salgsinntekter andre segmenter	350	350	350	350	350
<b>Totale salgsinntekter</b>	<b>17 743</b>	<b>18 896</b>	<b>20 153</b>	<b>21 525</b>	<b>23 021</b>
Fri Kontantstrøm Røykfri-segmentet	4 246	4 623	5 037	5 490	5 987
Fri Kontantstrøm Sigar-segmentet	1 498	1 543	1 590	1 637	1 686
Fri Kontantstrøm Tennprodukter	155	153	150	148	146
Fri Kontantstrøm andre segmenter	-169	-169	-169	-169	-169
<b>Total Fri Kontantstrøm</b>	<b>5 730</b>	<b>6 150</b>	<b>6 608</b>	<b>7 106</b>	<b>7 650</b>

Tabell 6.14: Fremtidens resultatregnskap.

### 6.3 Fremtidens resultatregnskap

Seksjon 6.2 gir oss grunnlag til å estimere salgsinntekter, inntjening og fri kontantstrøm de neste fem årene. Estimatenes vises i tabell 6.14.

# 7 Avkastningskrav

Ved vurdering av lønnsomheten til en investering må man ta hensikt til hvilket avkastningskrav som skal brukes. Avkastningskravet for en investering skal reflektere hvilken avkastning eierne og andre investorer kan oppnå ved alternative plasseringer av kapitalen. Det er flere alternativer for beregning av avkastningskrav. Her kan metoder som CAPM (Capital Asset Pricing Model) og WACC (Weighted Average Cost of Capital) dras frem. Hvilken metode er avhengig av hva som skal måles. Vi kan skille mellom markedsverdien til egenkapitalen og markedsverdien til sysselsatt kapital (EV) (Dyrnes, 2004).

## 7.1 Teori

### 7.1.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)

Kapitalverdimodellen, utledet av Sharpe (1964), er en av de mest sentrale modellene innenfor finans. Den tar for seg forholdet mellom risiko og forventet avkastning. Kapitalverdimodellen brukes til å finne avkastningskravet til investeringer som inneholder risiko. Den forventede avkastningen til en gitt investering er sammensatt av risikofri rente og risikopremien, der risikopremien kan defineres som forventet avkastning for markedsporteføljen minus risikofri rente. Risikopremien kan deretter multipliseres med investeringens betaverdi (defineres i kapittel 7.1.3). Da ender man opp med markedets risikopremie. Formelen uttrykkes slik:

$$E(R_j) = R_f * (1 - s) + [E(R_m) - R_f * (1 - s)] * \beta \quad (7.1)$$

hvor:

**E(R<sub>j</sub>)** er forventet avkastning (avkastningskravet)

**R<sub>f</sub>** er risikofri rente

**E(R<sub>m</sub>)** er markedsporteføljens forventede avkastning

**s** er skattesatsen

**beta** er mål på systematisk risiko

Denne modellen er på lik linje med de fleste modellene innenfor finansteori utledet helt rent ut i fra det matematiske. Modellen er ikke basert på observasjoner i praksis. Som en følge av dette forenkler modellen virkeligheten og det er tatt en rekke forutsetninger som er mer eller mindre oppfylt i praksis.

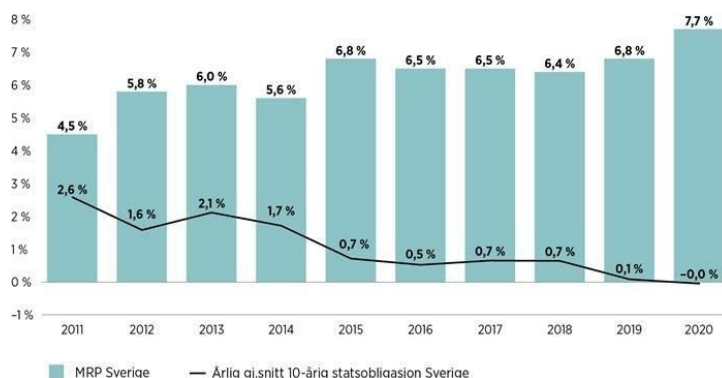
## 7 Avkastningskrav

Modellen antar at samtlige investorer har en portefølje som er lik markedsporteføljen. Dette innebærer også en antakelse om at alle investorer er risikoaverse og har en verdidi-versifisert portefølje. Slik er det altså ikke i virkeligheten. Modellen tar ikke hensyn til investorers forskjellige risikoprofiler.

Modellen forutsetter også at alle aksjer i markedet er lett omsettelige, transaksjonskostnader er ikke-eksisterende og skatt er ikke-eksisterende. Asymmetri er også ikke-eksisterende i markedene, og det er muligheter for å låne eller låne ut kapital til den risikofrie renten. Som man ser er det en rekke faktorer som kapitalverdimodellen ikke tar hensyn til.

### 7.1.2 Risikofri rente

Risikofri rente er avkastningen man kan forvente hvis man plasserer kapitalen i et risikofritt verdipapir (Pedersen, 2020). Det er renten man får uten noe som helst risiko. Uten noe risiko innebærer at investor har full sikkerhet for å oppnå den nominelle avkastningen. Det er ikke uvanlig å anta at den risikofrie renten er det samme som avkastningen på en statsobligasjon, gjerne 10-årige statsobligasjoner. Figur 7.1 illustrerer utviklingen av markedets risikopremie og årlig gjennomsnittlig avkastning på 10-årige statsobligasjoner i Sverige.



Figur 7.1: Risikofri rente og markedets risikopremie, Sverige. (Karen Fastbø, 2021a)

Fra figur 7.1 kan vi også se at den risikofrie renten i Sverige ligger på 0%. PwC har i Norge gjennomført undersøkelsen «Risikopremien i det norske markedet» (Karen Fastbø, 2021b). Samme undersøkelse ble gjennomført i Sverige, og tar for seg risikopremien og den risikofrie renten i det svenske markedet. Respondentene i undersøkelsen ble spurt om hva som bør benyttes som risikofri rente i avkastningskravet til egenkapitalen. Figur 7.2 viser fordeling av svar.

### 7.1.3 Beta

Beta er et mål på hvor mye en aksje svinger i forhold til markedet (Rammen, 2021). Innen finans betyr beta hvor volatil en investering er i forhold til markedet som en helhet.

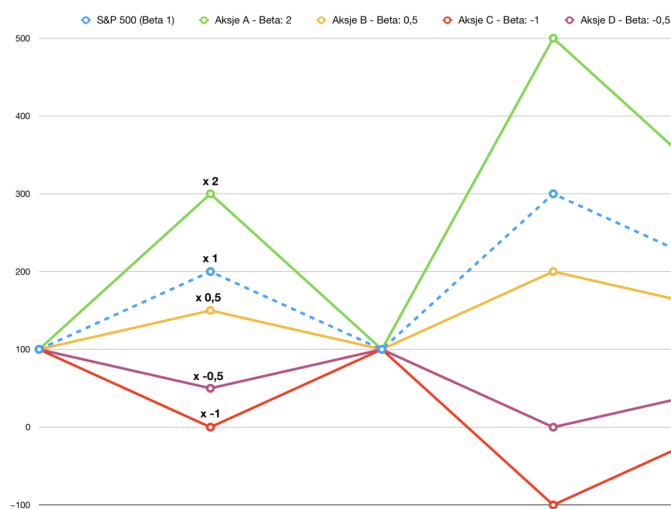




Figur 7.2: PwCs undersøkelse om risikofri rente. (Karen Fastbø, 2021a)

Aksjemarkedet i sin helhet har betaverdi på 1. Har vi en aksje med betaverdi på mer en 1 vil det innebære større risiko, men så også en mulig større avkastning på gitt aksje i forhold til markedet i sin helhet. Betaverdi under 1 tilsvarer at risiko og avkastning vil ligge under gjennomsnittet til markedet. I det tilfellet betaverdien er 1, vil risikoen og forventet avkastning være i gjennomsnitt lik markedet i sin helhet. Fra figur 7.1 kan vi se at risikopremien i Sverige er på en stigende trend. For 2020 var risikopremien på 7,7%.

I tilfellet der betaverdien til en aksje er 2 vil den være dobbelt så volatil som markedet. Dersom markedet stiger eller synker med 10% vil gitt aksje stige eller synke med 20%. Ved positive betaverdier vil markedet i sin helhet og aksjen bevege seg i samme retning. Dette er ikke tilfellet ved negative betaverdier. Ved negative betaverdier vil reduksjon i markedet føre til økning i gitt aksje. Dette illustreres godt av Figur 7.3.



Figur 7.3: Beta-verdiens påvirkning på en aksje. (Rammen, 2021)

Betaverdier beskriver altså hvordan en aksje varierer i forhold til markedet. Det blir også kalt for relativ markedsrisiko. En av forutsetningene til kapitalverdimodellen er antakelsen om at alle investorer sitter på en veldiversifisert portefølje som er lik markedsporteføljen. Dette innebærer at den usystematiske risikoen blir diversifisert bort.

## 7 Avkastningskrav

Den usystematiske risikoen, aksjens beta verdi, er der for den u-diversifiserbar risikoen til en aksje. Formelen for betakoeffisienten (Rammen, 2021) kan defineres slik:

$$\beta = \frac{\text{Kovarians}(R_i, R_m)}{\text{Varians}(R_m)} \quad (7.2)$$

Formelen over kan virke komplisert. Den illustrerer forholdet mellom kovariansen mellom investeringen og markedet delt på variansen til markedet, som vist her:

$$\beta = \frac{\text{Kovariansen mellom investeringen og markedet}}{\text{Variansen til markedet}} \quad (7.3)$$

### 7.1.4 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er det vi definerer som differansen mellom den risikofrie renten og forventet avkastning på markedsporteføljen. Dette er meravkastningen en investor vil kreve ved å påta seg risiko. Hvor stor risikokompensasjon man vil kreve for å investere i markedsporteføljen kontra en risikofri investering. Risikopremien er normalt kalkulert ut fra historisk avkastning i markedet. Det skal nevnes at det er flere faktorer som påvirker størrelsen på risikopremien til markedet, som markedsstruktur og politisk stabilitet.

## 7.2 Beregning av avkastningskrav

### 7.2.1 Risikofri rente

Med bakgrunn i PwC sine undersøkelser i Sverige er 10-årige statsobligasjoner det vi velger å sette som den risikofrie renten (Karen Fastbø, 2021a). Vi vil bruke dette videre i beregningen av avkastningskravet. Som vi også kan se fra fordeling av svar er 10-årig statsobligasjon det mest brukte alternativet. Renten på 10-årige statsobligasjoner i Sverige ved utgangen av 2020 var 0,0%.

### 7.2.2 Markedets risikopremie

Med grunnlag i ovennevnte undersøkelser gjort av Karen Fastbø (2021a) har vi valgt å bruke en risikopremie på 7,7%. Fra figur 7.1 kan vi se at det har vært en stigende trend i Sverige. Det har i perioden 2011 til 2020 vært en økning fra 4,5% til 7,7%. Det vil i fremtiden være svingninger i markedets risikopremie, men grunnet generell usikkerhet knyttet til fremtiden er det noe vi velger å ikke legge for mye fokus på.

### 7.2.3 Beta

I vår beregning av beta har vi valgt å ta i bruk månedlige noteringer fra de siste 5 årene. Vi velger de månedlige noteringene da det er vanligst. Utregningen vår gir en betaverdi på 0,4184 (se Appendiks 1). Dette kan vi sammenligne med andre aktører.

Yahoo Finance: 0,06 (Yahoo, 2021)

Infrontanalytics: 0,56 (Infrontanalytics, 2021)

Reuters: 0,46 (Reuters, 2021)

Morningstar: 0,56 (Morningstar, 2021)

Som vi kan se stemmer andre estimater relativt godt med vårt. Dette er da foruten Yahoo Finance sin beregning. En undersøkelse gjort i USA januar 2021, viser til 15 større internasjonale tobakkselskaper sin beta sammenlignet med markedet (Damodaran, 2021). Utregningen viser til at betaverdien er 0,72.

I årsrapporten til SWMA har de selv estimert at skatt i perioden fremover kommer til å være 23% (Swedish Match, 2021b). Vi vil bruke dette i vår beregning av CAPM.

#### 7.2.4 Avkastningskrav CAPM

Ut ifra de observasjonene som er gjort samt våre estimater vil avkastningskravet vi skal bruke være:

$$E(R_j) = 0,0\% * 0,769 + 7,7\% * 0,4184 = 3,2216\% \quad (7.4)$$

Ved første øyekast vil dette virke som et lavt avkastningskrav. Dette er grunnet de veldig lave rentenivåene i Sverige. For å kunne bruke dette som et langsiktig mål er det noen ting vi ønsker å endre. For det første vil et selskaps beta tilnærme seg 1 utover selskapets levetid. Risikofri rente på 0,0% er mulig noe lavere en det man kan forvente, men i februar 2021 varslet den svenske riksbanksjefen Stefan Ingves nullrente frem til 2024 (Knudsen, 2021). Riksbanken utelukker ikke ytterligere rentekutt. Som vi kan se fra figur 7.4 har renten på 10-årig statsobligasjoner steget fra -0,5% til 0,4% siden utbruddet av Corona tidlig 2020 (Trading, 2021). Det var 10-årig statsobligasjoner som var det prefererte målet på risikofri rente i beregning av avkastningskrav til egenkapitalen. Vi estimerer derfor at den risikofrie renten i vårt langsiktig avkastningskrav vil være 1%.



Figur 7.4: Avkastning på svensk 10årig statsobligasjon siste 5 år.

For beta vil vi endre verdien verdien til 0,72, som er fra beregningen gjort på 15

## 7 Avkastningskrav

År	2017	2018	2019	2020
Rentenivå	2.6%	2.2%	2.1%	2.1%

Tabell 7.1: SWMAs årlig gjennomsnittlige gjeldsrente siden 2017. Swedish Match (2021a)

av de større internasjonale tobakkselskapene (Damodaran, 2021). Som vi også kan se fra figur 7.4 er markedets risikopremie på en stigende trend i Sverige (Karen Fastbø, 2021a). Dermed velger vi å øke risikopremien i vår beregning av langsiktig CAPM. Som et langsiktig avkastningskrav vil vi da bruke:

$$E(R_j) = 1\% * 0,769 + 8\% * 0,72 = 6,529\% \quad (7.5)$$

### 7.3 Weighted Average Cost of Capital (WACC)

En bedrift trenger kapital for å kjøpe eiendeler, betale for daglig drift og investere i fremtidig vekst. Denne kapitalen kan bli tilegnet gjennom to måter, gjeld og egenkapital, og har som regel en kostnad knyttet til seg. Ved for eksempel å utstede obligasjoner vil bedriften måtte betale renter til obligasjonsinnehaver, og aksjeeiere vil kreve kompensasjon for risikoen de tar på seg ved å holde aksjen. For å måle en bedrifts gjennomsnittlige kostnaden av å holde kapital kan man bruke WACC, vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad. WACC deler kapitalen opp i kategorier som blir vektet ut i fra hvor stor andel kategorien er av den totale kapitalen. Hver kategori har en tilhørende kapitalkostnad, og sammen utgjør de en vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad. Formelen for WACC er:

$$WACC = r_e * \frac{E}{V} + r_d * \frac{D}{V} * (1 - t_c) \quad (7.6)$$

$r_e$  er forventet avkastning på egenkapital (CAPM)

$r_d$  er forventet avkastning på gjeld

$E$  er total egenkapital

$D$  er total gjeld

$V$  er total verdi

$t_c$  er skattesats

$r_e$  og  $t_c$  har vi fra kapittel 7.2.4, men vi trenger å finne de andre verdiene.

#### 7.3.1 Avkastning på gjeld

Avkastning på gjeld er den renten Swedish Match betaler til de som har lånt dem penger. Per 31.12.20 var den gjennomsnittlige gjeldsrenten på 2.1%.

### 7.3 Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Som vi ser i tabell 7.1 er rentenivået på en synkende trend, men har vært relativt stabilt de siste årene. I februar 2020 utstedte SWMA en 7-års obligasjon verdt €300 millioner til en rente på 1.8%, noe som var den laveste renten på en 7-års obligasjon i SWMA sin historie (SWMA, 2021a). Gitt de siste årenes stabile rente med en noe synkende trend, sammen med ny langsiktig gjeld til en lavere rente, setter vi avkastning på gjeld til 2.0%.

#### 7.3.2 Kapitalstruktur

Videre trengs kapitalstrukturen, som er sammensetningen av egenkapital og gjeld. Fra årsrapporten finner vi at SWMA har en total verdi på 15 155 MSEK, med en gjeld på 22 953 MSEK og egenkapital på -7 798 MSEK.

#### 7.3.3 Beregning av WACC

Med alle relevante tall i hende, kan WACC regnes ut:

$$WACC = 0,0653 * \frac{-7798}{15155} + 0,0200 * \frac{22953}{15155} * (1 - 0,2310) = 0,0425 \quad (7.7)$$



# 8 Verdssettelse

## 8.1 Valg av verdsettelsesmetode

I vår oppgave velger vi å ta i bruk DCF for beregning av pris per aksje. DCF er en forkortelse for Discounted Cash Flow. Det skal nevnes at verdsettelse i seg selv handler veldig mye om teknikk og hvilke forutsetninger man tar i verddivurderingen. Så lenge teknikken sitter skal man få samme svar uansett hvilken metode man velger å benytte seg av (Kinserdal, 1994). Som nevnt benytter vi oss av en kontantstrømmodell. Kontantstrømmodeller er de metodene som ligner mest på dividendemodellen. Dividendemodellen er teoretisk den eneste korrekte metoden, men andre metoder vil gi samme svar gitt at teknikk er riktig og at man har tatt korrekte forutsetninger.

I vår oppgave velger vi å gjennomføre verddivurderingen ved hjelp av en kontantstrømmodell. Vi ser på det som en utfordring vi ønsker å løse. Problemet med fremtidige kontantstrømmer er at de er vanskelige å estimere på bakgrunn av de historiske kontantstrømmene. En studie gitt ut av Dechow (1994) viser at fjorårets kontantstrøm kun forklarer 4% av neste års kontantstrøm.

Videre om kontantstrømmodell er det ikke uvanlig at man overvurderer verdien på selskapet (Yngve, 2007). Feil i vurdering av avkastningskrav og ved justeringer av rentebærende gjeld er faktorer som kan gi utslag begge veier. I hovedsak ligger problemet rundt overvurdering av kontantstrømmene. Disse har tendens til å være optimistiske som kan resultere i en overvurdering.

Som en eier i et selskap vil det forventes fremtidige netto kontantstrømmer. Kontantstrømmene kan være synlige i forskjellige former, blant annet utbetalt utbytte, kjøp og salg av aksjer. Det er også de mindre synlige som for eksempel gjennom frynsegoder.

For å kunne gi et best mulig estimat på kontantstrømmene er det nødvendig å sette opp et resultat- og balansebudsjett. Dette skal være basert på prognoser som vi har beregnet. Disse må deretter diskonteres med aktuelt avkastningskrav. Vi kan velge mellom å bruke fri kontantstrøm til total kapital eller egenkapitalen. Kontantstrøm til egenkapitalen er det som er tilgjengelig til bedriftens eiere etter investeringer, renter og avdrag er trukket fra. Kontantstrøm til total kapital er det maksimale et selskap er i stand til å produsere. Uavhengig av hvilken metode man velger vil formelen for beregning av terminalverdi være den samme. Det er terminalverdien vi ønsker å regne ut nåverdien av. For beregning av terminalverdi kan det være nødvendig å bruke noe høyere avkastningskrav. Dette er grunnet risikoen som kommer av å beregne verdien frem i tid som ikke er basert på budsjetterte kontantstrømmer.

## 8.2 Verdssettelse ved bruk av diskontert kontantstrøm

Diskontert kontantstrøm (DCF) er en metode som finner ut egenverdien av en bedrift i dag, basert på fremtidige kontantstrømmen. Formelen for DCF er:

$$DCF = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{CF_k}{1+r} \quad (8.1)$$

$CF_k$  er kontantstrøm i år  $k$

$r$  er diskonteringsrente

Ved verdssettelse av en bedrift brukes ofte WACC som diskonteringsrente. Fremtidige kontantstrømmer for en 5-års periode har vi fra kapittel 5.6 og WACC ble regnet ut i kapittel 7.3.3. Hensikten med å estimere fremtidsregnskapet, er å finne verdien på selskapet i dag. Verdien blir estimert ut ifra fremtidig inntjening. I figur 6.14 er vår prognose for fremtidige kontantstrømmer.

### 8.2.1 Terminalverdi

Formelen for diskontert kontantstrøm forutsetter at vi har kontantstrømmen for alle år fremover i tid. Dette vil være både tidkrevende å regne ut, og estimatet for kontantstrøm i år  $k$  vil bli mer usikre jo lenger inn i fremtiden det er. Vanligvis løses dette med å regne ut fremtidige kontantstrøm for en prognoseperiode, og deretter regne ut terminalverdien. Terminalverdi brukes som estimat på verdien av en bedrift i evigheten etter prognoseperioden, basert på en gitt vekstrate:

$$Terminalverdi = \frac{FCF * (1 + g)}{(r - g)} \quad (8.2)$$

Her er  $g$  vekstraten for fremtiden. I vår oppgave velger vi å sette den lik inflasjon i Sverige, 1,6%.

### 8.2.2 Utregning

Tabell 8.1 viser utregning av aksjekursen pr. 31.12.2020, på 1598,04 SEK.

## 8.3 Markedsbasert verdssettelse

En annen måte å verdsette et selskap på er gjennom sammenligning med såkalte «peers», altså sammenligne verdssettelsen av det aktuelle selskapet med verdssettelsen av andre selskap som driver med mer eller mindre den samme forretningen. I SWMAs tilfelle skal vi sammenligne dagens verdssettelse med historisk verdssettelse av SWMA selv, i tillegg til å sammenligne med relevante konkurrenter i tobakksindustrien. Konkurrentene vi har brukt som referanser er British American Tobacco Co. (BAT), Altria (et amerikansk holdingselskap som eier b.l.a. Philip Morris), Japan Tobacco og Imperial Brands. Felles



### 8.3 Markedsbasert verdsettelse

		2021	2022	2023	2024	2025
<b>FCF (Free Cash Flow)</b>		5730	6150	6608	7106	7650
<b>WACC</b>		4,245%	4,245%	4,245%	4,245%	4,245%
<b>Diskonteringsfaktor</b>		1,0424	1,0867	1,1328	1,1809	1,2310
<b>Nåverdi</b>		5497	5659	5833	6017	6214
<b>Nåverdi Terminalverdi</b>	238 725					
<b>Sum nåverdi</b>	267 946					
<b>Rentebærende gjeld</b>	15 523					
<b>Antall aksjer</b>	157,958					

<b>Aksepris (31.12.20)</b>	637,80 SEK
<b>Bergenet aksepris</b>	1598,04 SEK

Tabell 8.1: Aksepris for SWMA basert på fremtidig kontantstrøm. Verdier vist i MSEK.

for alle er at de er store, globale aktører, og opererer innenfor flere segmenter av tobakksbransjen. Likevel er ingen selskaper helt like, og vi vil komme tilbake til hvorfor en ren markedsbasert verdsettelse kan være noe problematisk senere i denne delen av oppgaven.

Vi vet at SWMA har et ganske spesielt balanseregnskap med negativ egenkapital (fra kapittel 5.4), så det blir vanskelig å benytte balansebaserte multipler, all den tid SWMAs P/B (pris pr. aksje dividert på bokført egenkapital pr. aksje) blir negativ, og ganske meningsløs. Derfor vil vi i denne oppgaven bruke P/E-multippel til å sammenligne verdsettelsen av selskapene. P/E står for Price/Earnings, og formelen er, som navnet antyder, slik:

$$P/E = \frac{\text{Pris pr. aksje}}{\text{Inntjening pr. aksje}} \quad (8.3)$$

En P/E-multippel gir oss altså multiplikatoren vi må multiplisere inntjening pr. aksje med, for å få markedsprisen, og gir derfor et innblikk i hva investorer mener om kvaliteten og fremtidsutsiktene for et selskap. Eksempelvis vil et selskap med dårlig kvalitet og dårlige fremtidsutsikter ha en svært lav P/E, mens et selskap med høy kvalitet og gode fremtidsutsikter ha en veldig høy P/E. En annen måte å se det på er å telle antall år det tar før selskapet har tjent inn investeringen din. Dersom du kjøper en aksje med  $P/E = 20$ , vil det ta 20 år før selskapet har tjent inn hele investeringen din, hvis man antar ingen vekst i inntjening. Dersom selskapet vokser inntjeningen sin mye hvert år vil investorer derfor teoretisk sett være villige til å betale en mye høyere P/E, ettersom den samme høye P/E-multippelen basert på nåværende inntjening, ikke vil være like høy basert på fremtidig inntjening. Jo bedre kvalitet og raskere vekst, jo høyere P/E vil investorer betale. Historisk sett har tommelfingerregelen vært at  $P/E < 15$  regnes som billig, mens  $P/E > 20$  regnes som dyrt.

Et annet nøkkeltall vi skal se på i denne analysen er Earnings Yield (EY). Dette er den inverse P/E-multippelen. Den kan beregnes på flere måter, men vi har beregnet den slik:

P/E for SWMA							
År	2021E	2020	2019	2018	2017	2016	
Pris pr. aksje (gjennomsnitt for året)	716,8	622,4	408,9	381,9	269,9	241,1	
EPS (inntjening pr. aksje) (SEK)	36,3	30,9	23,9	21,0	19,3	27,7	
<b>P/E</b>	<b>19,75</b>	<b>20,17</b>	<b>17,13</b>	<b>18,17</b>	<b>13,97</b>	<b>8,69</b>	
Earnings Yield	5,06%	4,96%	5,84%	5,50%	7,16%	11,51%	
Gjennomsnittlig P/E [2016-2020]	15,63						

Tabell 8.2: P/E for SWMA

$$Earnings\ Yield = \frac{1}{P/E} \quad (8.4)$$

EY utledes altså direkte fra P/E, og de to nøkkeltallene gir uttrykk for akkurat det samme, men fordelene med EY er at det gir et prosenttall som kan sammenlignes med risikofri rente for å få rede på hvilken risikopremie som ligger i en aksje. En høy EY tilsier en høy risikopremie, altså at investorer krever høy kompensasjon for den ekstra risikoen de tar ved å eie aksjen fremfor noe risikofritt som en statsobligasjon eller bankinnskudd. Alternativkostnaden er altså ekstremt viktig for verdsettelsen av aksjer. Dersom renten på statsobligasjoner eller bankinnskudd er omtrent 0, vil en investor være villig til å akseptere en mye lavere EY, med andre ord en mye høyere P/E, enn dersom risikofri rente/alternativkostnaden hadde vært høyere.

### 8.3.1 Historisk P/E for Swedish Match

Tabell 8.2 viser de historiske P/E-multiplene investorer har vært villige til å betale for SWMA-aksjen.

P/E for 2021 er basert på markedspris per 19.04.21, dagens antall utestående aksjer, og våre estimater for resultat etter skatt for 2021. Vi ser at gjennomsnittlig P/E mellom 2020 og 2016 var 15,63. Dette tilsvarer en EY på omtrent 6,4%. Siden 2018 har imidlertid verdsettelsen vært betydelig høyere, og gjennomsnittlig P/E siden den gang har vært 18,49, altså en EY på 5,4%. Dette samsvarer med en rentenedgang i amerikanske 10-årige statsobligasjoner fra 2,46% i starten av 2018, til 0,93% i slutten av 2020 (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2021a). Vi ser altså at når alternativkostnaden til investorer går ned, er de villige til å betale høyere multipler, og dermed få lavere EY, på aksjer. Dette kan være en medvirkende årsak til økningen i verdsettelsen de siste årene, men økningen kan også ha flere ulike årsaker. Det eneste vi vet sikkert, er at investorer er villige til å betale mer for en SEK i inntjening i dag, enn de var i 2017 og 2016. Ser man på dagens prising basert på våre estimater for inntjening for 2021 handler SWMA-aksjen på en P/E på 19,75, som gir en EY på 5,06%. Sammenligner man dette med den amerikanske 10-årsrenten i dag på 1,59% (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2021a) tilsvarer dette en risikopremie på 3,47%.

TTM P/E i tobakksindustrien (per 19.04.21)					
<i>Selskap</i>	<i>BAT</i>	<i>Altria</i>	<i>JP</i>	<i>IB</i>	<i>SWMA</i>
TTM P/E	10,38	21,8	12,09	10,06	23,23
Earnings Yield	9,63%	4,59%	8,27%	9,94%	4,30%
Gjennomsnittlig P/E hos konkurrenter	13,58				

Tabell 8.3: TTM P/E i tobakksindustrien. (Yahoo Finance, 2021b) (Yahoo Finance, 2021a) (Yahoo Finance, 2021d) (Yahoo Finance, 2021c)

Hva sier så dette historiske bildet om SWMAs verdsettelse i dag? Dersom man antar at gjennomsnittlig P/E fra 2016 til 2020 er «den riktige», fremstår det som SWMA er overpriset. Antar vi at SWMA vil tjene 36,3 SEK pr. aksje i 2021, og multipliserer dette med 15,63 får vi en pris pr. aksje på 567 SEK. Det tilsvarer en nedgang på 20,9% fra dagens aksjekurs. Tommelfingerregelen om at  $P/E > 20$  kan regnes som dyrt, tilsier at SWMA-aksjen i skrivende stund ligger mellom medium og høyt priset.

### 8.3.2 Sammenlikning med "peers"

Som nevnt vil vi også sammenligne SWMAs P/E med de hos relevante konkurrenter. Dette er en øvelse som lar oss få rede på hvordan aksjeinvestorer måler tobakkselskapene opp mot hverandre. Selskapene med høyest kvalitet og best fremtidsutsikter fortjener teoretisk sett høyere multipler i dag. Dette er TTM P/E-multipler (TTM = *Trailing Twelve Months*, altså nåværende pris dividert på EPS fra 2020) for et utvalg av store tobakkselskap i dag. Merk at P/E for SWMA øker når man deler nåværende pris på EPS fra 2020, fremfor vår estimerte EPS for 2021, se tabell 8.2. s

Fra tabell 8.3 ser vi at tre av fire konkurrenter handles på betydelig lavere P/E enn SWMA. Det betyr rett og slett at investorer ikke er villige til å betale like mye for BATs, Japan Tobaccos (JP), og Imperial Brands (IB) nåværende inntjening, som de er for Altrias og SWMAs. Dette kan ha ulike årsaker eller rett og slett skyldes tilfeldigheter, men som nevnt tidligere i denne delen av oppgaven er hovedårsakene til at relativt like selskaper vurderes til helt ulike multipler, selskapenes nåværende kvalitet og/eller fremtidsutsikter. Investorer er mer optimistiske på Altrias og SWMAs vegne, og er derfor villige til å betale en høyere multippel pr. aksje.

Dersom SWMA skulle vært verdsatt til samme P/E-multippel som gjennomsnittet hos sine konkurrenter ville nåværende aksjepris vært 419,6 SEK regnet ut fra EPS for 2020, eller 493 SEK regnet ut fra vår estimerte EPS for 2021. Det tilsvarer en nedgang på mellom 42% og 31% fra nåværende aksjepris (716,8 SEK). Dersom vi benytter oss av estimert EPS for 2021 (aksjemarkedet er framtidsrettet tross alt), har vi altså fått to estimater på verdsettelse av en SWMA-aksje, som vist i tabell 8.4.

Kursestimer basert på P/E		
	<i>Historisk P/E SWMA</i>	<i>Gj.snittlig P/E «peers»</i>
P/E	15,63	13,58
Estimert EPS 2021	36,3 SEK	36,3 SEK
Estimert verdi SWMA-aksje	567 SEK	493 SEK

Tabell 8.4: Kursestimat for SWMA basert på P/E

## 8.4 Svakheter ved markedsbasert verdsettelse

Den største svakheten med en slik markedsbasert verdsettelse er at vi ikke vet hvorfor investorer er villige til å betale en høyere P/E-multippel for SWMA og Altria, enn for de andre selskapene, vi vet bare at de er det. BAT har for eksempel vokst inntjeningen sin med omtrent 3% årlig de siste tre årene (Yahoo Finance, 2021b), mot SWMAs 16,9% årlige vekst i samme periode. Japan Tobaccos vekst har vært negativ, med omtrent -10% årlig i perioden (Yahoo Finance, 2021d), mens Imperial Brands har vokst inntjeningen sin med 4,5% årlig siden 2018 (Yahoo Finance, 2021c). BAT har en totalkapitalrentabilitet (TKR) (definert i kapittel 5.2) på 7,4% for 2020, Japan Tobacco har TKR på 8,6%, mens Imperial Brands TKR er på 9,4%. Sammenligner vi dette med SWMAs TKR på 46,1% i 2020 begynner vi å få en forståelse for hvorfor investorer er villige til å betale mer for en SWMA-aksje enn for konkurrentenes aksjer. SWMA leverer betydelig bedre på både vekst og kvalitet. Det er altså grunnlag til å argumentere for at SWMA fortjener en høyere multippel enn konkurrentene, men å forsøke å justere P/E-multippelen til å kompensere for denne forskjellen i kvalitet og fremtidsutsikter blir nødvendigvis en veldig subjektiv øvelse, så i denne oppgaven holder vi oss til å estimere verdsettelse basert på gjennomsnittlig P/E hos peers, og nøyer oss med å legge til dette avsnittet som en kommentar.

## 9 Sensitivitetsanalyse

Verdsettelsesmetoden er basert på fremtidige kontantstrømmer, budsjettert ut fra beregnede verdier av avkastningskrav og vekstrate. I denne verdsettelsen har det blitt tatt utgangspunkt i et avkastningskrav på 4,25% og en vekstrate (g) på 1,6%. Disse verdiene er basert på antakelser og vil ikke nødvendigvis stemme overens med de ekte verdiene til avkastningskrav og g etter hvert som de forløper. Derfor er det nødvendig å se hvordan aksjekursen til SWMA vil bli påvirket ved endringer av disse nøkkelverdiene slik at man er bevisst på hvor store utslag en feilberegning av disse verdiene vil kunne ha på aksjekursen.

### 9.1 Endringer i WACC

WACC er en verdi som er utregnet gjennom en formel som tar for seg flere komponenter. I stedet for å teste sensitiviteten for hver komponent i WACC-formelen er det mer ryddig og lettvis å ta for seg endringer i WACC sitt utslag på aksjekursen. Ved hjelp av dette, kan man dersom man er interessert i å finne utslaget forårsaket av endringen til verdien av en av komponentene i WACC-formelen, beregne WACC basert på de nye komponent-verdiene og videre finne hvordan denne endringen i WACC vil ha utslag på aksjekursen. På denne måten vil analysen være enklere å utføre og mer konkret oversiktlig. Tabell 9.1 viser WACC sin påvirkning på aksjekursen.

	WACC						
Endring WACC i %	-1,50 %	-1,00 %	-0,50 %	0,00 %	0,50 %	1,00 %	1,50 %
Avkastningskrav	2,75 %	3,25 %	3,75 %	4,25 %	4,75 %	5,25 %	5,75 %
Estimert aksjeverdi	3848,4	2642,1	1998,2	1597,9	1324,9	1126,9	976,7

Tabell 9.1: WACCs påvirkning på aksjekurs.

### 9.2 Endring i g

Variabelen g er viktig i utregningen av terminalverdien. Små endringer i vekstraten kan føre til store endringer i den estimerte aksjeverdien. Tabell 9.2 som viser omfattende endringer i g.

## 9 Sensitivitetsanalyse

	g						
Endring i g i %	-1,0 %	-0,50 %	-0,25 %	0 %	0,25 %	0,50 %	1,0 %
Verdi	0,60 %	1,10 %	1,35 %	1,60 %	1,85 %	2,10 %	2,60 %
Estimert aksjeverdi	1172,50	1351,38	1463,98	1598,04	1759,73	1959,30	2540,43

Tabell 9.2: g sin påvirkning på aksjekurs.

### 9.3 Endringer i WACC og g kombinert

Til slutt har vi sett på hva som kan skje med små endringer i både avkastningskrav og g. I tabell 9.3 ser vi at en kombinasjon av små endringer i både WACC og g kan før til at aksjeverdien endres markant. Det er derfor vanskelig å gjøre veldig presise estimater med denne metoden, da små justeringer kan føre til store endringer i den endelige aksjeverdien.

		WACC					
Endring i %		-0,40 %	-0,20 %	0 %	0,20 %	0,40 %	0,60 %
g	Verdier	<b>3,845 %</b>	<b>4,045 %</b>	<b>4,245 %</b>	<b>4,445 %</b>	<b>4,645 %</b>	<b>4,845 %</b>
	-0,50 %	<b>1,10 %</b>	1565,98	1451,38	1351,38	1263,34	1185,24
	-0,25 %	<b>1,35 %</b>	1718,00	1581,56	1463,98	1361,61	1271,68
	0 %	<b>1,60 %</b>	1903,87	1738,35	1598,04	1477,16	1372,32
	0,25 %	<b>1,85 %</b>	2136,34	1930,87	1759,73	1614,98	1490,95
	0,50 %	<b>2,10 %</b>	2435,41	272,87	1959,30	1782,17	1632,90

Tabell 9.3: WACC og g sin påvirkning på aksjekurs kombinert

# 10 Diskusjon

Denne verdsettelsesoppgaven er skrevet med begrensede ressurser, spesielt i form av tid og informasjon. Noen av kildene vi har benyttet er eksternt reviderte regnskapstall levert av SWMA selv, noen er andre høyt troverdige kilder (eksempelvis statistikk fra SSB), de fleste er sekundærkilder, og til slutt har vi også gjort våre egne antagelser og estimeringer av fremtiden. Det sier seg selv at det fins mange mulige feilkilder, enten i informasjonen vi har benyttet eller i vår tolkning av informasjonen. De mest utsatte delene av oppgaven vår er nok de som benytter seg av sekundærkilder og våre egne antagelser om fremtiden. Selv om vi har prøvd å være så objektive og rasjonelle som mulig i bruken av disse vil vi aldri klare å helt fjerne risikoen for feil i informasjonen, eller feiltolkning av informasjonen.

De strategiske analysene bruker flere forskjellige kilder for å belyse SWMA og tobakksindustrien fra ulike perspektiver. Noen av disse er sekundærkilder, og kan true oppgavens troverdighet, men etter å ha vurdert dem nøye, og bekreftet informasjonen med andre sekundærkilder som sier det samme, har vi valgt å stole på dem. Faktorene som er med i de strategiske analysene er valgt ut gjennom egne vurderinger, og det kan tenkes at vi har valgt bort noe viktig, eller valgt inn noe uviktig. Likevel er grunnen til at vi har gjort de prioriteringene vi har gjort, at vi mener vi dekker de mest vesentlige forholdene ved SWMA som selskap, og tobakksindustriens markeds- og konkurransesituasjon generelt.

I regnskapsanalysen har vi begrenset oss til tall fra de siste tre årene, og får dermed ikke med lengre historisk utvikling og perspektiv. Dette ble gjort for å holde analysen oversiktlig i og med at vi også inkluderte regnskapsanalysen av referanseselskapet Scandinavian Tobacco Group AS. Vi mente tre års historikk var nok til å gi et helhetlig bilde av situasjonen til begge selskapene, men samtidig at det ble oversiktlig nok til å få frem de viktigste poengene. En annen faktor er at SWMA la om til IFRS-15 som regnskapsstandard i 2018, slik at regnskapstallene fra årene før ikke er direkte sammenlignbare.

SWMA leder an i en endring i tobakksbransjen mot produkter som tilbyr alternativer til sigaretter med redusert helsemessig risiko for forbrukerne. Fortsatt består imidlertid i overkant av 85% av verdens tobakkmarked av sigaretter (SWMA, 2021a), så potensialet for SWMAs produkter som alternativer eller substitutter til dette segmentet av tobakkmarkedet, representerer en stor vekstmulighet. For å verdsette SWMA har vi dermed vært nødt til å omgjøre dette potensialet til kontantstrømmer. Dette innebærer å spå fremtiden, noe som er vanskelig av minst tre årsaker; i) mangelfull informasjon, ii) dårlig og/eller mangelfull tolkning av informasjon, og iii) betydningen av uforutsigbare

## 10 Diskusjon

tilfeldigheter. Vi har brukt historisk data som grunnlag for å bygge enkle modeller for å estimere tall langt inn i fremtiden. I tillegg er også estimatet av WACC (kapitalkostnad) sensitivt for små endringer i antagelsene våre. Alt dette er mulige feilkilder som kan gjøre estimatene våre upålitelige, og gjøre at vi får en upresis verdsettelse. Denne sensitiviteten for endringer i antagelser om  $g$  (vekst i fremtidige kontantstrømmer) og WACC har vi prøvd å fange i sensitivitetsanalysen. Denne analysen viser hvordan små endringer i våre estimater om fremtiden kan ha store konsekvenser for verdsettelsen av SWMA.



# 11 Konklusjon

Formålet med denne oppgaven var å gjøre en verdivurdering av Swedish Match AB per 31.12.20. For å svare på denne problemstillingen har vi gjennomført ulike strategiske analyser, regnskapsanalyse, og prognose av fremtidige kontantstrømmer. Til slutt har vi verdsatt SWMA ved hjelp av fundamental og markedsbasert analyse.

Resultatet av oppgaven er at vi har fått tre estimater på verdsettelse av SWMA. Basert på fundamental analyse og diskonterte fremtidige kontantstrømmer kom vi fram til en verdsettelse per 31.12.20 på 1598,04 SEK per aksje. Sammenligner vi dette med markedsprisen 637,8 SEK fra 30. desember 2020, eller markedsprisen per 28.04.21 på 712,20 SEK, fremstår aksjen som lavt priset i markedet. Når det gjelder markedsbasert verdsettelse basert på historisk P/E-multippel for SWMA-aksjen estimerte vi aksjeprisen til 567 SEK. Basert på gjennomsnittlig P/E-multippel hos relevante konkurrenter regnet vi oss frem til et estimat på 493 SEK per aksje. Hovedvekten bør imidlertid legges på verdsettelsen fra den fundamentale analysen, da markedsbasert verdsettelse kun er bygd på hva investorer historisk sett har vært villige til å betale for å eie deler av SWMA, ikke den fundamentale verdien av selskapet. Verdien av et selskap er nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm og dette er, etter vår oppfatning, best uttrykt gjennom den fundamentale analysen gjennomført ved bruk av DCF-metoden.



# Bibliografi

- Swedish Match AB. Swedish match annual report 2019. 2019.
- David Bach. Eksplosiv vekst i snussalg på nett under corona, 2021. URL <https://e24.no/naeringsliv/i/PREGy6/eksplosiv-vekst-i-snussalg-paa-nett-under-corona>.
- borsdata.se. Financial statements of scandinavian tobacco group, 2021. URL <https://borsdata.se/terminal/se/scandinavian-tobacco-group/analys>.
- British American Tobacco. The global market, 2020. URL [https://www.bat.com/group/sites/UK\\_\\_9D9KCY.nsf/vwPagesWebLive/D09DCKFM](https://www.bat.com/group/sites/UK__9D9KCY.nsf/vwPagesWebLive/D09DCKFM).
- Aswath Damodaran. Betas by sector, 2021. URL [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html).
- Patricia Dechow. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance the role of accounting accrual, 1994. URL [http://sites.fas.harvard.edu/~ec9701t/Readings/March\\_14/Dechow%201994.pdf](http://sites.fas.harvard.edu/~ec9701t/Readings/March_14/Dechow%201994.pdf).
- Sverre Dyrnes. Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer, 2004. URL <https://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/verdsettelse-ved-bruk-av-multiplikatorer>.
- Federal Reserve Bank of St. Louis. 10-year treasury constant maturity rate, 2021a. URL <https://fred.stlouisfed.org/series/DGS10>.
- Federal Reserve Bank of St. Louis. 10-year breakeven inflation rate, 2021b. URL <https://fred.stlouisfed.org/series/T10YIE>.
- Grand View Research. E-cigarette and vape market size, share & trends analysis report by product (disposable, rechargeable), by component (vape mod, e-liquid), by distribution channel, and segment forecasts, 2020 - 2027, 2019. URL <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/e-cigarette-vaping-market>.
- Grand View Research. Snus market size, share and trends analysis report, 2020. URL <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/snus-market>.
- Infrontanalytics. Levered/unlevered beta of swedish match ab, 2021. URL <https://www.infrontanalytics.com/fe-EN/01460SS/Swedish-Match-AB/Beta>.

## Bibliografi

- Institute for Global Tobacco Control. Country laws regulating e-cigarettes: A policy scan. baltimore, md: Johns hopkins bloomberg school of public health., 2020. URL [https://www.globaltobaccocontrol.org/e-cigarette\\_policyscan](https://www.globaltobaccocontrol.org/e-cigarette_policyscan).
- Dag Ingvar Jacobsen. *Hvordan gjennomføre undersøkelser. Innføring i samfunnsvitenskapelig metode*. Cappelen Damm akademisk, 2018.
- Henrik Gran Karen Fastbø. Lavere markedsrisikopremie i norge enn i sverige, 2021a. URL <https://www.magma.no/lavere-markedsrisikopremie-i-norge-enn-i-sverige>.
- Tommi Luchsinger Karen Fastbø, Andreas Lervik. Risikopremien i det norske markedet 2020, 2021b. URL <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>.
- Finn Kinserdal. Financial statement analysis, 1994. URL <https://www.magma.no/verdsettelse-ulike-metoder-gir-samme-verdi>.
- Camilla Knudsen. Sverige varsler nullrente til 2024, 2021. URL <https://e24.no/internasjonalt-oekonomi/i/vAwoj/sverige-varsler-nullrente-til-2024>.
- Chris Kolmar. 15 largest tobacco companies in the world, 2021. URL <https://www.zippia.com/advice/largest-tobacco-companies/>.
- Jan Erik Kristiansen. Røykevaner i europa, 2000. URL <https://www.ssb.no/a/samfunnsspeilet/utg/200201/07/>.
- Fundsmith Equity Fund LLP. Fundsmith short form report 2020. 2020.
- Morningstar. Swedish match ab, 2021. URL <https://www.morningstar.com/stocks/xsto/swma/quote>.
- NRK. Opprettholder eus snusforbud, 2018. URL <https://www.nrk.no/norge/oppretholder-eus-snusforbud-1.14305811>.
- Rune Pedersen. Risikofri rente, 2020. URL <https://www.smartepenger.no/sparing/758-risikofri-rente>.
- Philip Morris International. Delivering a smoke-free future, 2019. URL <https://www.pmi.com/our-transformation/delivering-a-smoke-free-future>.
- Kent Rammen. Beta – hvordan aksjen beveger seg i forhold til markedet, 2021. URL <https://finanssans.no/beta>.
- Reuters. Swedish match ab, 2021. URL <https://www.reuters.com/companies/SWMA.ST/key-metrics>.
- Johan Roos. *Strategi: en innføring*. 2010.
- William F. Sharpe. Kapitalverdimodellen (capm), 1964. URL <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>.

- Skatteetaten. Tobakksavgift, 2021. URL <https://www.skatteetaten.no/satser/tobakk/>.
- SMWA. Employees, 2020. URL <https://www.swedishmatch.com/Our-company/Organization/Employees/>.
- Statistisk Sentralbyrå. Flere snusere enn røykere, 2018. URL <https://www.ssb.no/helse/artikler-og-publikasjoner/flere-snusere-enn-roykere>.
- Statistisk Sentralbyrå. Konsumprisindeksen, 2021a. URL <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/statistikker/kpi>.
- Statistisk Sentralbyrå. Dagligrøykere og av-og-til røykere, etter kjønn og alder, 2021b. URL <https://www.ssb.no/statbank/table/05307/tableViewLayout1/>.
- Statistisk Sentralbyrå. Daglige snusbrukere og av-og-til snusbrukere, etter kjønn og alder, 2021c. URL <https://www.ssb.no/statbank/table/07692/tableViewLayout1/>.
- Swedish Match. Swedish match, 2021a. URL <https://www.swedishmatch.com/>.
- Swedish Match. Outlook and risk factors, 2021b. URL <https://www.swedishmatch.com/Our-business/Outlook-and-risk-factors/>.
- SWMA. Swedish match company presentation, 2020. URL [https://www.swedishmatch.com/globalassets/documents/presentations/2020\\_companypresentation\\_swedishmatch\\_en.pdf](https://www.swedishmatch.com/globalassets/documents/presentations/2020_companypresentation_swedishmatch_en.pdf).
- SWMA. Swedish match ab annual report 2020, 2021a. URL [https://www.swedishmatch.com/globalassets/reports/annual-reports/2020\\_swedishmatchannualreport\\_interactive\\_en.pdf](https://www.swedishmatch.com/globalassets/reports/annual-reports/2020_swedishmatchannualreport_interactive_en.pdf).
- SWMA. The swedish experience, 2021b. URL <https://www.swedishmatch.com/Snus-and-health/The-Swedish-experience/>.
- SWMA. Tobacco use in figures, 2021. URL <https://www.swedishmatch.com/Snus-and-health/Tobacco-use/Tobacco-use-in-figures/>.
- SWMA. Operating margin by product segment, 2021. URL <https://www.swedishmatch.com/Investors/Financial-tables/By-product-segment/Operating-margin/>.
- Tobacco Tactics, University of Bath. Nicotine pouches, 2021a. URL <https://tobaccotactics.org/wiki/nicotine-pouches/>.
- Tobacco Tactics, University of Bath. Snus: Eu ban on snus sales, 2021b. URL <https://tobaccotactics.org/wiki/snus-eu-ban-on-snus-sales/>.
- Economics Trading. Sverige – 10-årig statsobligasjon, 2021. URL <https://no.tradingeconomics.com/sweden/government-bond-yield>.

## *Bibliografi*

- Wikipedia. Swedish match, 2021. URL [https://en.wikipedia.org/wiki/Swedish\\_Match](https://en.wikipedia.org/wiki/Swedish_Match).
- Yahoo. Swedish match ab (publ) (swma.st), 2021. URL <https://finance.yahoo.com/quote/SWMA.ST/history?p=SWMA.ST>.
- Yahoo Finance. Altria group, inc. (mo), 2021a. URL <https://finance.yahoo.com/quote/MO?p=MO>.
- Yahoo Finance. British american tobacco p.l.c. (bats.l), 2021b. URL <https://finance.yahoo.com/quote/BATS.L?p=BATS.L>.
- Yahoo Finance. Imperial brands plc (imb.l), 2021c. URL <https://finance.yahoo.com/quote/IMB.L?p=IMB.L>.
- Yahoo Finance. Japan tobacco inc. (2914.t), 2021d. URL <https://finance.yahoo.com/quote/2914.T?p=2914.T>.
- Kaldestad Yngve. Typiske fallgruver i verdsettelse, 2007. URL <https://www.magma.no/typiske-fallgruver-i-verdsettelse1>.

# Appendiks

## 1 Utregning av beta

Utregningen av beta-verdien kan finnes i dette Github-repoet. I tabell 1 vises dataen som er brukt, og i figur 1 er dataen visualisert.

Date	SWMA.ST	$\hat{\text{OMX}}$	Return SWMA.ST	Return $\hat{\text{OMX}}$
01.05.2016	1369.47998	238.65071		
01.06.2016	1323.57996	245.27521	-0.034	0.028
01.07.2016	1386.66003	261.71075	0.048	0.067
01.08.2016	1418.14002	255.92477	0.023	-0.022
01.09.2016	1439.07996	263.97482	0.015	0.031
01.10.2016	1446.34998	263.55557	0.005	-0.002
01.11.2016	1481.14002	241.33402	0.024	-0.084
01.12.2016	1517.19995	243.01112	0.024	0.007
01.01.2017	1536.75	254.66894	0.013	0.048
01.02.2017	1570.17004	251.62651	0.022	-0.012
01.03.2017	1587.63	260.84323	0.011	0.037
01.04.2017	1626.98999	261.46967	0.025	0.002
01.05.2017	1639.10998	262.36447	0.007	0.003
01.06.2017	1602.53003	272.44898	-0.022	0.038
01.07.2017	1548.18994	260.78699	-0.034	-0.043
01.08.2017	1546.85998	260.1442	-0.001	-0.002
01.09.2017	1637.81995	262.34805	0.059	0.008
01.10.2017	1671.63	289.62051	0.021	0.104
01.11.2017	1610.10998	290.72244	-0.037	0.004
01.12.2017	1576.93994	296.78299	-0.021	0.021
01.01.2018	1593.15002	293.10992	0.01	-0.012
01.02.2018	1583.39002	324.69818	-0.006	0.108
01.03.2018	1535.34998	346.64468	-0.03	0.068
01.04.2018	1570.70996	361.79608	0.023	0.044
01.05.2018	1549.93994	391.39062	-0.013	0.082
01.06.2018	1558.88	415.45456	0.006	0.061
01.07.2018	1615.59998	450.19281	0.036	0.084
01.08.2018	1658.16003	457.77716	0.026	0.017
01.09.2018	1662.35998	426.03519	0.003	-0.069

## Appendiks

01.10.2018	1538.21997	436.61588	-0.075	0.025
01.11.2018	1514.63	332.77564	-0.015	-0.238
01.12.2018	1408.73999	326.87668	-0.07	-0.018
01.01.2019	1515.42004	378.93726	0.076	0.159
01.02.2019	1572.68005	405.4357	0.038	0.07
01.03.2019	1553.42004	443.73206	-0.012	0.094
01.04.2019	1676.14002	433.15143	0.079	-0.024
01.05.2019	1510.45996	411.4137	-0.099	-0.05
01.06.2019	1622.43005	375.75528	0.074	-0.087
01.07.2019	1599.78003	354.57111	-0.014	-0.056
01.08.2019	1576.97998	369.04538	-0.014	0.041
01.09.2019	1647.67004	390.22952	0.045	0.057
01.10.2019	1733.68005	434.41913	0.052	0.113
01.11.2019	1730.25	439.69119	-0.002	0.012
01.12.2019	1771.84998	462.79245	0.024	0.053
01.01.2020	1783.26001	522.79834	0.006	0.13
01.02.2020	1668.83997	536.40985	-0.064	0.026
01.03.2020	1482.43005	544.46173	-0.112	0.015
01.04.2020	1577.92004	580.5036	0.064	0.066
01.05.2020	1629.76001	640.23212	0.033	0.103
01.06.2020	1664.38	641.60352	0.021	0.002
01.07.2020	1707.34998	659.23535	0.026	0.027
01.08.2020	1766.32996	643.17078	0.035	-0.024
01.09.2020	1829.40002	717.81226	0.036	0.116
01.10.2020	1717.62	656.8844	-0.061	-0.085
01.11.2020	1917.54004	676.67126	0.116	0.03
01.12.2020	1874.73999	624.75525	-0.022	-0.077
01.01.2021	1948.79004	632.7876	0.039	0.013
01.02.2021	2009.90002	594.78113	0.031	-0.06
01.03.2021	2192.86011	667.85535	0.091	0.123
01.04.2021	2280.5	702.13953	0.04	0.051

Tabell 1: Kurs og avkastning for SWMA.ST og  $\hat{\text{OMX}}$



## 1 Utregning av beta



Figur 1: Avkastning SWMA.ST og  $\hat{OMX}$