

Sunniva Rimstad
Thea Enger Iversen
Madeleine Heiberg

Verdsettelse av TOMRA Systems ASA

AF3015 Semesteroppgave i Finansiell Styring
Økonomi og Administrasjon

Semesteroppgave i Økonomi og Administrasjon

Veileder: Are Oust

April 2021

Sunniva Rimstad
Thea Enger Iversen
Madeleine Heiberg

Verdsettelse av TOMRA Systems ASA

AF3015 Semesteroppgave i Finansiell Styring
Økonomi og Administrasjon

Semesteroppgave i Økonomi og Administrasjon
Veileder: Are Oust
April 2021

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

Forord

Semesteroppgaven er utarbeidet i forbindelse med vår avsluttende bachelorgrad i Økonomi og Administrasjon på NTNU Handelshøyskolen, våren 2021.

Verdsettelsesoppgaven har vært en lærerik prosess, og en unik mulighet til å kunne anvende relevant teori fra emner på studieløpet på Handelshøyskolen i praksis. Vi har tilegnet oss en større bedriftsøkonomisk forståelse og utvidet ferdigheter i økonomifaget. Ikke minst har vi skaffet oss høy kompetanse innen pante- og sortertingsbransjen, og virkelig sett betydningen av den teknologiske utviklingen denne bransjen har vært vitne til.

Vi ønsker å tildele en stor takk til vår veileder, Are Oust, med verdifull rådgivning og tips underveis i oppgaveskrivingen.

Innholdet i denne oppgaven står på forfatternes eget ansvar.

NTNU Handelshøyskolen

Trondheim, april 2021

Abstract

The purpose of this dissertation is to calculate the true value per share at the end of 2020 of TOMRA Systems ASA. The valuation presented is based on the discounted cash-flow model, as well as the market-based valuation model.

Structurally, the dissertation is split into three major parts. The first one looking into their strategic position, where we have used strategic analysis tools such as PESTEL, Porter's Five Forces, VRIO and SWOT analysis in order to properly map out and better predict TOMRA System ASA's competitive situation. The second part describes the company's accounts. The accounts are found through public available sources such as Proff and annual reports. The numbers are analyzed to get a picture of the company's liquidity, profitability, solidity and funding.

The final part consists of an evaluation of TOMRA based on an earning-based discounted cash flow model and market-based multiples. By estimating future cash flows, we concluded that TOMRA has a value per share of 300.18 NOK per 31.12.2020. At this time the market value is 360 NOK per share, but we argue that this price may not be realistic due to a possible green bubble. We also experienced that a market-based valuation method is not sufficient method to evaluate this company because there are no typical comparative companies to TOMRA. TOMRA is neither a good representative of a typical standard company in the industry. As a result, we have focused on the earning-based valuation method in this thesis.

Sammendrag

Formålet med denne semesteroppgaven er å estimere markedsverdien per aksje til TOMRA Systems ASA per 31.12.2020. Verdsettelsen er basert på en neddiskontert kontantstrømsmetode, samt en markedsbasert verdsettelsesmodell, slik at vi på best mulig måte kan fremstille den endelige markedsverdien basert på historiske og predikerte nøkkeltall.

Oppgaven er inndelt i tre hoveddeler. Første del innebærer en analyse TOMRA Systems ASA sin strategiske markedsposisjon, ved å benytte strategiske analyseverktøy slik som PESTEL, Porters fem konkurransekrefter, VRIO og SWOT. Disse benytter vi for å kunne si noe om deres nåværende og fremtidige konkurransesituasjon, noe som er av stor verdi for videre prognoser av poster i regnskapet.

Den neste delen av oppgaven omhandler TOMRA Systems ASA sitt regnskap, og presenterer en analyse av selskapets lønnsomhet, soliditet, finansiering og likviditet. Analysen er basert på offentlig tilgjengelige kilder slik som Proff og årsrapporter.

Den siste delen består av en evaluering av TOMRA Systems ASA basert på en inntjeningsbasert neddiskontert kontantstrømsmodell og markedsbaserte multipler. Basert på prognosene av fremtidige kontantstrømmer har vi kommet til den konklusjon at verdien per aksje for TOMRA Systems ASA den 31.12.2020 er 300.18 NOK. På nåværende tidspunkt er markedsverdien per aksje på 360 NOK, men vi argumenterer imidlertid med at prisen trolig ikke er realistisk grunnet en mulig grønn boble. Vi erfarer at en markedsbasert verdsettelsesmetode basert på multipler ikke er en tilfredsstillende metode for TOMRA ettersom det ikke finnes noen tilsvarende sammenlignbare selskaper innenfor samme bransje. På bakgrunn av dette har vi valgt å fokusere på en inntjeningsbasert verdsettelsesmetode for estimering av selskapsverdien til TOMRA.

Innholdsfortegnelse

Forord	1
Abstract	2
Sammendrag	3
Innholdsfortegnelse	4
Del 1 - Innledning	7
1.1 Motivasjon	7
1.2 Problemstilling	7
1.3 Avgrensning	8
1.4 Oppbygging	8
Del 2 - Selskaps- og bransjeanalyse	9
2.1 Presentasjon av selskapet	9
2.2 Historikk	10
2.3 Bransjeutvikling	11
Del 3 - Strategisk analyse	13
3.1 PESTEL - makroøkonomisk analyse	13
3.1.1 Introduksjon av PESTEL	13
3.1.2 Politiske forhold	14
3.1.3 Økonomiske forhold	14
3.1.4 Sosiokulturelle forhold	15
3.1.5 Teknologiske forhold	16
3.1.6 Miljømessige forhold	16
3.1.7 Juridiske forhold	16
3.2 Porters fem konkurransekrefter - mikroøkonomisk analyse	17
3.2.1 Potensielle inntrengere	18
3.2.2 Trussel fra substitutter	19
3.2.3 Kundernes forhandlingssituasjon	19
3.2.4 Leverandørenes forhandlingssituasjon	20
3.2.5 Rivalisering blant eksisterende aktører i bransjen	21
	4

3.3 VRIO - intern analyse	23
3.3.1 Teknologi	23
3.3.2 Patenter	24
3.3.3. Merkenavn	25
3.3.4 Markedskunnskap	25
3.3.5 Konklusjon VRIO-analyse	25
3.4 Oppsummering av analysene - SWOT	26
Del 4 - Regnskapsanalyse	27
4.1 Grunnleggende regnskapsanalyse	27
4.2 Lønnsomhetsanalyse	27
4.2.1 Driftsmargin	28
4.2.2 Resultatmargin	29
4.2.3 Totalkapitalrentabilitet	30
4.2.4 Egenkapitalrentabilitet	31
4.3 Soliditetsanalyse	33
4.3.1 Egenkapitalandel	33
4.3.2 Gjeldsgrad	34
4.3.3 Rentedekningsgrad	35
4.4 Finansieringsanalyse	36
4.4.1 Finansieringsgrad 1	37
4.5 Likviditetsanalyse	38
4.5.1 Arbeidskapital	38
4.5.2 Likviditetsgrad 1	39
4.5.3 Likviditetsgrad 2	40
Del 5 - Avkastningskrav	42
5.1 CAPM	42
5.1.1 Risikofri rente	43
5.1.2 Markedets risikopremie	43
5.1.3 Beta	43

5.1.4 CAPM for TOMRA	44
5.2 WACC	45
Del 6 - Prognose av fremtidige kontantstrømmer	47
6.1 Driftsinntekter	47
6.2 Driftskostnader	48
6.3 Skatt	49
6.4 Avskrivninger	49
6.5 Arbeidskapital	50
6.5.1 Kundefordring	50
6.5.2 Varelager	51
6.5.3 Leverandørgjeld	52
6.5.4 Oversikt Arbeidskapital	54
6.6 Investeringer	55
6.7 Estimering av frie kontantstrømmer	55
Del 7 - Verdsettelse etter DCF-modellen	57
7.1 Verdsettelse	57
7.2 Diskusjon	58
Del 8 - Markedsbasert verdsettelse	61
8.1 Sammenlignbare selskaper	61
8.2 Price to earnings (P/E)	61
8.3 Enterprise value to earnings before interest, taxes, depreciations and amortizations (EV/EBITDA)	62
8.4 Enterprise value to earnings before interest and tax (EV/EBIT)	63
8.5 Enterprise value to sales (EV/Sales)	64
8.6 Oppsummering av markedsbasert verdsettelse	64
Del 9 - Sensitivitetsanalyse og diskusjon	65
9.1 Sensitivitetsanalyse	65
Kildeliste	68

Del 1 - Innledning

1.1 Motivasjon

Formålet med denne oppgaven er å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av det børsnoterte selskapet TOMRA Systems ASA (heretter omtalt som TOMRA).

TOMRA har siden etableringen i 1972 vært den ledende aktøren innenfor pante- og sorteringsmarkedet. De har innenfor pantemarkedet nærmest hatt monopol store deler av tiden etter etableringen, samt har bygd seg opp en solid markedsandel innenfor sorteringsmarkedet. Som et resultat av dette har deres store markedsandeler inspirert andre virksomheter til å tilby lignende løsninger, og TOMRA har dermed fungert som en frontfigur for andres selskaper inntreden i pante og sorteringsmarkedet. Med tanke på det økende fokuset på miljø verden over, er TOMRA for øyeblikket en av de største bidragsyterne for bærekraftige løsninger fra Norge, og vi finner det svært interessant å dykke dypere inn i TOMRAs suksess.

På bakgrunn av dette vil en verdsettelse av TOMRA kunne bidra med verdifull innsikt til deres nåværende posisjon, samt framtidsutsikter. Vi anser denne oppgaven som praktisk og nyttig, da vi kan anvende en mengde av fagområdene vi har tilegnet oss de siste tre årene. Den vil i tillegg bidra med en ytterligere forståelse som vil være fordelaktig å ta med oss videre inn i arbeidslivet.

1.2 Problemstilling

I lys av TOMRAs sterke markedsposisjon, det økende miljøfokuset verden over, samt deres vekstmuligheter, anser vi det som spennende å få innblikk i den faktiske markedsverdien av selskapet. Problemstillingen for oppgaven vil dermed være som følger:

Hva er markedsverdien per aksje til Tomra Systems ASA per 31.12.2020?

1.3 Avgrensning

For å kunne besvare oppgavens problemstilling vil vi ta utgangspunkt i de offentlige tilgjengelige regnskapstallene fra perioden 2015 til 2020. Verdsettelsen av TOMRA vil bli gjennomført ved å se på konsernet i sin helhet.

Regnskapsåret for 2020 har vært preget av korona-pandemien, noe som har bidratt til å skape større usikkerhet for de fremtidige prognosene vi har estimert. Selv om det ikke ser ut til at pandemien har hatt noe negativ virkning på virksomheten, har den likevel bidratt med større usikkerhet og forsinkelser, noe som videre har medført at flere av TOMRA sine kunder har avvartet sine investeringer (fjerde kvartalsrapport 2020). Likevel ser det ut som om regjeringer i økende grad vurderer å bruke finanspolitikk for å fremme en grønn agenda, hvilket er fordelaktig for TOMRA som er godt posisjonert for å levere løsninger for en sirkulær økonomi.

1.4 Oppbygging

Oppgaven er delt inn i ti ulike deler. I del 2 presenteres selskapet og deres historie, samt bransjen de opererer i. For å kunne vurdere deres markedsposisjon, gjennomføres det i del 3 en strategisk analyse. Denne inkluderer PESTEL, Porters fem konkurransekrefter, VRIO og en oppsummerende SWOT-analyse. Med dette i bakhånd har vi i del 4 lagt frem en regnskapsanalyse, der vi har brukt tall fra Proff, kvartals- og årsrapporter. Del 5 innebærer videre en beregning av avkastningskravet, der vi ser på både CAPM og WACC, og del 6 inneholder en prognose av fremtidige kontantstrømmer. På bakgrunn av dette regner vi i del 7 på selskapets fundamentalverdi, og i del 8 den markedsbaserte verdsettelsen. For å kunne se på hvordan selskapsverdien varierer i takt med endringer i WACC og vekstraten, gjennomfører vi i del 9 en sensitivitetsanalyse, der vi avslutter med en diskusjon på funnene. Avslutningsvis, legges det i del 10 frem en konklusjon av oppgaven i sin helhet.

Del 2 - Selskaps- og bransjeanalyse

2.1 Presentasjon av selskapet

TOMRA er et norsk industriselskap, henholdsvis delt inn i TOMRA Collection Solutions og TOMRA Sorting Solutions. Som Norges første børsnoterte miljøelskap, er deres overordnede insentiv å levere bærekraftige og effektive løsninger for både gjenvinning og sortering på overordnet nivå. Visjonen deres lyder som følger: “Vår visjon er å lede ressurs revolusjonen innen forretningsstrømmene av panning, materialgjenvinning, mat, resirkulering og gruvedrift- noe som muliggjør bedre utnyttelse av verdens naturressurser” (TOMRA, 2020). TOMRA opererer for øyeblikket i over 80 land, med over 100 000 installerte systemer verden over.

TOMRA Collection Solutions bidrar med pante- og resirkuleringsløsninger for plast- og glass flasker, samt aluminiumsbokser, via deres panteautomater. Bruk av disse løsningene reduserer klimautslippene relatert til disse forbruksvarene, i tillegg til at de reduserer bruken av vann, energi og råolje, som ofte er høye ved resirkulering av disse produktene.

Pantesystemet deres i Norge, samt deler av Skandinavia og Europa, er fra kundenes perspektiv lagt opp som en slags instrumentell betingning der brukere av panteløsningene oppnår en umiddelbar belønning i form av pantelappen, som igjen fremmer lik atferd videre.

I skrivende stund er TOMRA Collection Solutions pantesystem ledende i verdenssammenheng når det kommer til resirkulering av plastflasker og bokser, med en markedsandel på 75% (TOMRA, u.å.), mens material gjenvinningssystemet deres har en markedsandel på 60%. Løsningene er mest utbredt i Skandinavia, Nederland og Tyskland.

TOMRA Sorting Solutions, som det andre forretningsområdet til TOMRA, er videre delt inn i mat, resirkulering og gruvedrift. TOMRA Sorting Solutions bidrar med sortering- og prosesserings maskiner innenfor matbransjen, resirkulering og gruvedrift via innovativ sensor-basert teknologi. Ved bruk av disse systemene vil de nevnte bransjene få effektivisert sine prosesser, samt redusert utslippene knyttet opp mot disse prosessene. TOMRA Sorting Solutions har anskaffet seg en solid kundeportefølje av sine tjenester rundt om i verden, inkludert Asia, Amerika og store deler av Europa. Til tross for at pante- og resirkuleringsløsningene utgjør en stor del av de totale inntektene til tross for en mindre

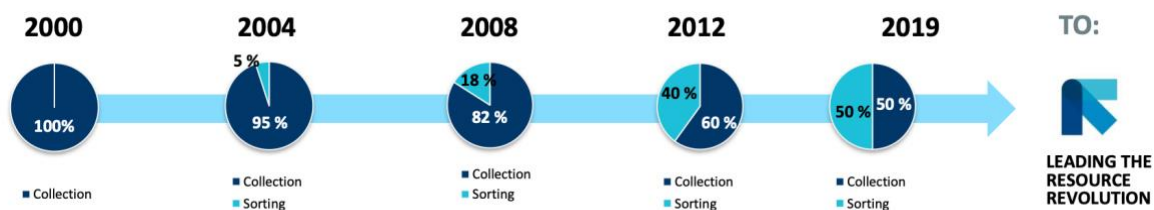
portefølje, utgjør salget av Sorting Solution maskiner hele 39% av de totale inntektene til TOMRA som en helhet.

TOMRAs mål om en betydelig reduksjon innenfor klimautslipp relatert til gjenvinning og sortering avhenger i stor grad av en sirkulær økonomi for å kunne nås (TOMRA, u.å.). På samme måte er TOMRAs teknologi en stor bidragsyter for at man skal klare å opprettholde en sirkulær økonomi, noe som sammen legger til grunn deres bærekraftige fokus. Videre er de også engasjert i FNs Global Compact der selskaper går sammen for å nå FNs bærekraftsmål, og har som mål å lede en endring av ressurs behandling via pant, materialgjenvinning, prosessering av mat, resirkulering og gruvedrift. De vant i 2019 “European Business Awards for Innovation for Companies with a turnover of more than 150 million euros”, og foreløpige kvartalsrapporter fra 2020 viser til en lovende vekst for selskapet. For øyeblikket kommer inntektene deres fra salg av maskiner, utleie, service og gjenvinning, med relativt sentral tilstedeværelse i Europa, Nord- og Sør-Amerika, og Asia, samt noe mindre i Australia og Afrika. Inntektene var i 2019 9.346 milliarder NOK, og den nylig publiserte årsrapporten fra 2020 kan melde om inntekter på 9.941 milliarder NOK. En økning som bygger opp under optimismen rundt selskapet.

2.2 Historikk

TOMRA ble etablert den 1. april 1972 av brødrene Petter og Tore Planke. Ideen fikk grobunn da en lokal kjøpmann ønsket en maskin som raskt og enkelt kunne ta tilbake tomme flasker. Ut ifra dette bygde brødrene Planke maskinen som ble starten på dagens panteautomater. Etter etableringen i 1972 tok det ikke langt tid før løsningene spredte seg, og i 1973 hadde de allerede dannet avtaler med andre land i Europa, samt USA. Etter dette gikk det slag i slag, og i 1977 lanserte de den første selvprogrammerte pantemaskinen, TOMRA SP.

TOMRA ble børsnotert i 1985, men mål om å vokse seg enda større i statene. Like etter børsnoteringen var det dog prisfall på aluminium verden over, noe som medførte store økonomiske tap for TOMRA. Til tross for dette var det flere som spyttet inn egenkapital slik at de kom seg på bena igjen, og de etter hvert kunne sikre en solid posisjon i det Europeiske markedet. Senere, på starten av 90-tallet utvidet de, og innen 1999 kom halvparten av inntektene fra det amerikanske markedet.



Figur 2.2 Utvikling av forretningsområder, kilde: TOMRA 2020

Som vist på tidslinjen av TOMRAs forretningsområder i figur 2.2 bestod tilbudet deres kun av innsamlingsløsninger på 2000-tallet, og det var også dette de frem til da hadde bygd merkenavnet sitt på. Tidlig på 2000-tallet utvidet de dog videre, og begynte å tilby sorteringsløsninger for sine kunder. Både pante- og resirkuleringsløsninger ble i løpet av starten av 2000-tallet implementert både i Japan og Brasil, i tillegg til at det vi kjenner til som den depositumsbaserte panteløsningen ble introdusert i Tyskland. Denne utvidelsen bidro også med en økning innenfor tilstedeværelse i markeder rundt om i verden, og TOMRA gjennomførte som et resultat en rekke strategiske investeringer i ulik teknologi. Økningen i deres innenfor sorteringsmarkedet, fra 0% i 2000 til 50% i 2019, har bidratt til deres sterke markedsandel innenfor både oppsamling- og sorteringsmarkedet. Sammenlagt utgjør både utviklingen innenfor den økende satsingen på teknologi, samt utviklingen av sorteringsløsninger, en stor del av deres ledende posisjon i verdenssammenheng.

2.3 Bransjeutvikling

TOMRA er som tidligere nevnt først og fremst kjent for sin utvikling av panteløsninger, og innenfor dette forretningsområdet er de uten tvil den største tilbyderen både når det gjelder volum og antall løsninger. TOMRA har imidlertid også en bred virksomhet innenfor sortering av matavfall, resirkulering og gruvedrift, hvor bruken av avansert sorteringsteknologi muliggjør denne driften. TOMRA tilbyr dermed tjenester innenfor to overordnede forretningsområder: Collection Solutions og Sorting Solutions, og det vil kunne legges til grunn at TOMRA har sin forretningsvirksomhet innenfor innsamling og sorteringsteknologi til bruk innenfor gjenvinningsbransjen.

Det faktum at Norge har vært tidlig i gang med å iverksette miljøkrav og resirkulering av emballasje, har vært fordelaktig for TOMRA, da det har åpnet muligheten for etablering av et slikt marked tidligere enn utenlandske konkurrenter. TOMRA har siden oppstartsfasen vært ledende innenfor markedet for innsamling- og panteløsninger, og hadde omtrent 75 % av

verdensmarkedet globalt for pantemaskiner i 2019. TOMRA har dessuten opparbeidet seg et godt fotfeste innenfor gjenvinningsbransjen med fokus på sorteringsteknologi, henholdsvis 25 % innenfor matsortering, 50-60 % innenfor gjenvinning, og 40-60 % innenfor gruvedrift (Valmot, 2019).

Den profesjonaliserte håndteringen av avfall har skapt en avfalls- og gjenvinningsbransje som har vokst markert de siste tiårene, og det er ingen indikatorer som tilsier at bransjen ikke vil få stor betydning i tiden fremover. Stadig økt fokus på miljø og bærekraftig utvikling, i kombinasjon med en økende befolkningsvekst, har gitt store vekstmuligheter for gjenvinning. Økning i forbruket har gitt større avfallsmengder, og den langsiktige trenden er at avfall i stadig større grad utnyttes som ressurs gjennom bruk av avansert sorteringsteknologi. I dag er Tomra ledende innenfor sensorbaserte løsninger, og virksomheten har derfor en fordelaktig posisjon for å kunne utnytte denne trenden. Dessuten har markedets etterspørsel etter høykvalitets- og resirkulert materiale blitt drevet av mer miljøbevisste selskaper og forbrukere, og dette har bidratt til en videre vekst for TOMRA (TOMRA, 2019).

Ettersom TOMRA er en pioner innenfor utviklingen av panteautomatene, har de hatt en rask geografisk ekspansjon, og etablert en dominerende posisjon i markedet. Imidlertid har den internasjonale konkurransen tilspisset seg med tiden, slik at TOMRA nå har fått økt konkurranse fra utenlandske selskaper fra eksempelvis Tyskland, Nord-Amerika og Australia. Den økte konkurransen kan ha sin årsak i mer bruk av kunstig intelligens, som hjelper selskaper med høyere gjennomstrømning, lavere kostnader og økt effektivitet i sortering. På den annen side, vil økt miljøreguleringer som omgir bærekraft og miljøpraksis utgjøre en mulighet for TOMRA. Eksempelvis har EU implementert en strategi med fokus på sirkulær økonomi, med mål om gjenbruk og resirkuleringsaktiviteter i verdikjeden. Per nå er TOMRA er godt posisjonert for å samle og gjenvinne avfall for å nå disse målene.

Del 3 - Strategisk analyse

Den strategiske analysen av TOMRA vil bestå av en intern og en ekstern analyse, med formål om å kartlegge virksomhetens prestasjon, posisjon, potensielle risiko, samt fremtidige vekstmuligheter. Verktøyene som vil bli benyttet i den strategiske analysen er PESTEL, Porters fem konkurransekrefter og VRIO. Avslutningsvis vil funnene fra de nevnte analyseverktøyene oppsummeres ved hjelp av en SWOT-analyse.

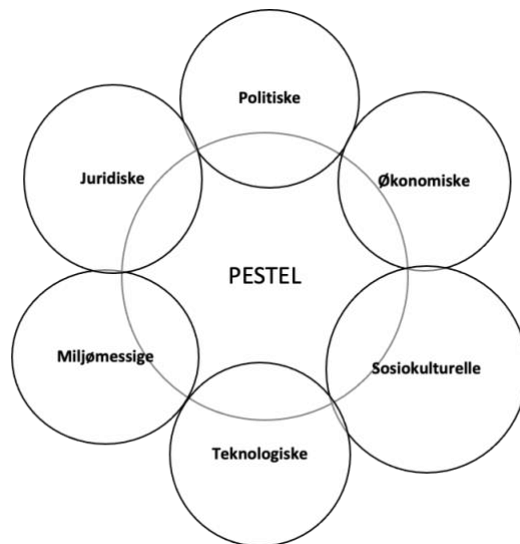
For å kunne gjennomføre en strategisk analyse er viktig å ta i betraktning de strategiske retningene TOMRA velger å fokusere på. Av årsrapporten publisert på TOMRA sine nettsider legges det frem at deres strategiske retning i stor grad er preget av fokuset på en sirkulær økonomi, basert på gjenbruk og forbedret materialgjenvinning i kretsløpet hvor færrest mulig ressurser går tapt.

Videre fremmer TOMRA fokus på å opprettholde en lederposisjon innenfor teknologi der de ønsker å benytte seg av forskning og utvikling for å oppdage ny teknologi, som videre kan bidra med å nå målene koblet opp mot FNs bærekraftsmål.

3.1 PESTEL - makroøkonomisk analyse

3.1.1 Introduksjon av PESTEL

PESTEL er et strategisk analyseverktøy som peker på makroforhold i en virksomhets omgivelser, det vil si forhold som den enkelte virksomhet ikke selv kan påvirke, men som de bør forsøke å identifisere, analysere og ta egne strategiske valg ut fra. Analysen tar for seg seks ulike makroforhold: politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske, hvorav alle har innvirkning på den strategiske posisjonen til bedriften (Sander, 2020). Figur 3.1 nedenfor viser til en slik inndeling av PESTEL-faktorene.



Figur 3.1 PESTEL, kilde: egen figur

3.1.2 Politiske forhold

Den sentrale politiske risikoen er politikeres holdning til gjenvinning, og hvorvidt fokuset på en sirkulær økonomi fortsatt blir satt på dagsorden. Politisk vilje til å fokusere på et grønnere skifte er dermed et viktig premiss for å kunne legge til rette for en slik virksomhet som TOMRA. I dag ser vi en økende bevissthet rundt betydningen av gjenbruk av ressurser og bærekraftig utvikling. Stadig flere politiske partier vektlegger dette, og som et resultat av denne trenden, vil det stadig kunne åpne seg flere nye forretningsområder innenfor gjenvinning for TOMRA. Imidlertid kan de politiske tendensene også skifte, slik at eksempelvis andre saker av større betydning tar over fokuset, og at fremdriften på miljøtiltak svekkes. Dette har vi eksempelvis vært vitne til under korona-pandemien. For at Tomra skal kunne vokse og skape verdi i fremtiden, er det med andre ord nødvendig at politikere og opinionen ser verdien av å gjenvinne ressurser. Miljøsakene har i dag fått et godt fotfeste i vestlig opinion slik at fokus på gjenvinning og sirkulær økonomi vil fortsette.

3.1.3 Økonomiske forhold

Den overordnede økonomien og rikdommen til et land er påvirkende faktorer når det gjelder iverksetting av miljømessige tiltak. En fungerende håndtering av alle sorter avfall er en sentral del av infrastrukturen i et land, imidlertid mangler de fleste utviklingsland denne typen infrastruktur. Det er videre grunn til å tro at utvikling av avfallssystemer er noe av det som myndighetene i et land vil prioritere i takt med at landets økonomi fungerer bedre.

I industriland hvor grunnleggende avfallssystemer er etablert, er det fortsatt potensiale for å videreutvikle disse til å ta hånd om ressursene på enda bedre og mer effektiv måte. Nye miljøtiltak vil sannsynligvis nedprioriteres dersom økonomien når en konjunkturedgang, mens det i perioder med høy økonomisk vekst vil kunne få økt prioritering. Samtidig kan det være større mulighet for at eksempelvis panteordninger blir innført i vestlige, velstående land med en stabil og velfungerende økonomi. I disse landene vil gjerne inntektsnivået være høyere som vil medføre et høyere forbruk, som igjen skaper større avfallsmengder. Økonomiske insentiver slik som panteordningen vi har i Norge, vil da kunne gi forbrukerne insentiver til å ville omgjøre emballasje til penger.

En sentral risikofaktor er også valutarisiko, som gjør seg gjeldende for selskaper som opererer sin virksomhet i ulike land, og som følgelig har inntekter i ulike valutaer. Etter hvert som valutaen svinger, vil konkurransedyktigheten til et selskap kunne svekkes grunnet en ufordelaktig endring i valutakursen. Eksempelvis har TOMRA dratt nytte av en svak krone, spesielt målt opp mot euro.

3.1.4 Sosiokulturelle forhold

Som en konsekvens av den økende middelklassen, har forbruket av varer økt den siste tiden. Innen 2030 er det estimert at middelklassen vil vokse med 3 milliarder (Dobbs, Oppenheim og Thompson, 2012). og ettersom denne forbrukergruppen anses som å konsumere den største mengden av drikke fra flasker, vil dette kunne gi store utslag i avfallsmengden av tomflasker. Tilsvarende vil forbruket, og dermed avfallet av mat øke i takt med den voksende middelklassen. En slik trend vil medfører et større behov for resirkulering av emballasje, automatisert matsortering, og muligheten for å innføre panteordninger globalt.

Middelklassen vil dessuten kunne ha et overskudd til å ha et ønske og behov for et rent nærmiljø, da dette vil kunne oppfattes til å bidra til økt livskvalitet. Videre er en forutsetning for et rent nærmiljø, at det finnes effektive systemer for avfallshåndtering og resirkulering.

3.1.5 Teknologiske forhold

Grunnet økt konsumering, og dermed større mengder med avfall, blir det stadig behov for mer effektive og automatiserte sorteringsmetoder. Som en følge av dette, er det nødvendig med et økt fokus på teknologi og innovasjon. Eksempelvis har implementering og utvikling av kunstig intelligens i økende grad betydning, da det blir benyttet av et større antall sektorer og virksomheter. TOMRA har allerede implementert avansert teknologi i både innsamlings- og sorteringsløsningene sine, men for å kunne fortsette å være med i den teknologiske utviklingen, har TOMRA som mål å investere enda mer i forskning og utvikling.

3.1.6 Miljømessige forhold

Globalt er håndtering av avfall et stort miljømessig problem, hvor et graverende eksempel er alt plastavfallet som ender opp i havet. Dersom vi ikke håndterer verdens plastavfall på en bedre måte, vil det vekten av plasten etter hvert overskride mengden fisk i havet. Dette forholdet har blant annet skapt et internasjonalt fokus på å redusere mengden avfall som vi etterlater oss, samtidig som at vi også kontinuerlig forsøker å finne alternative måter å gjenbruke avfallet på. Stadig flere forbrukere ønsker å ta klimabevisste valg, og som en følge av dette har det blitt økt potensiale for at flere land kan se verdien av å innføre et pantestystem hvor den enkelte konsument kan bidra ved å pantsette tom emballasje. En slik økt bevissthet blant forbrukerne gir videre virksomheter insentiver til å produsere produkter som er mindre belastende på miljøet.

FNs Global Compact er et globalt nettverk for bedrifter som ønsker å arbeide med samfunnsansvar og bidra til forsvarlig og bærekraftig bedriftspaksis (FN, u.å.). Dette internasjonale samarbeidet har fokus på å utnytte ressurser og produkter effektivt så lenge som mulig, i et kretsløp slik at minst mulig ressurser går tapt (Miljødirektoratet, 2020). TOMRA har i samsvar med sitt ønske om å bidra til en grønnere utvikling, forpliktet seg til å delta i dette samarbeidet.

3.1.7 Juridiske forhold

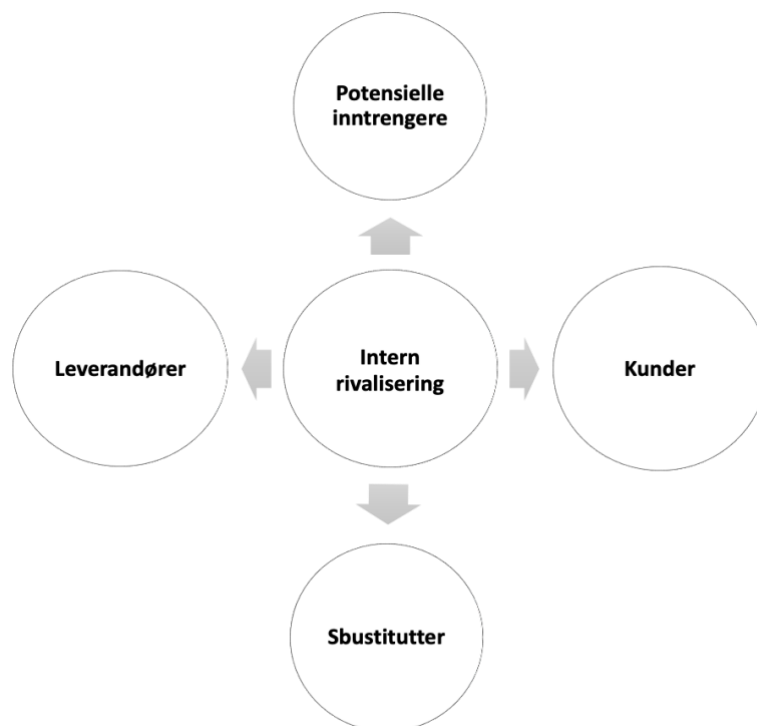
Etableringen av et fungerende pantemarked for drikkeemballasje i Norge ble lovfestet gjennom forskrift om Gjenvinning og behandling av avfall i Norge (Avfallsforskriften, 2004, § 6-4). Panteordningen sikrer høyest mulig innsamling av drikkevareemballasje til lavest

mulig kostnad og miljøbelastning, ved at flaskene og boksene blir gjenbrukt. Ordningen fungerer slik at forbrukeren får en viss pengesum for hver flaske som innløses ved gjenvinning, noe som gir forbrukeren et insentiv til å bidra til å resirkulere tomme flasker. Lovgivningen er dermed implementert for å fremme resirkulering av tomflasker, samt reduksjon av søppel (Infinitum, u.å.). En forutsetning for at panteordningen skal kunne videreføres til andre land, er trolig at en slik lovgivning må finne sted.

Internasjonale avtaler mellom land kan dessuten forplikte bedrifter til en mer bærekraftig utvikling, ved at de pålegges strengere krav for miljøtiltak. Slike avtaler vil kunne medføre at bedrifter stadig må finne nye, mer miljøvennlige løsninger for drift, eksempelvis gjennom å satse mer på forskning og teknologi. Et eksempel på slike avtaler, er den globale avtalen FN nå har fått tilslutning om, som innebærer at det er forbudt å eksportere plastavfall fra rike til fattige land (Regjeringen, 2021).

3.2 Porters fem konkurransekrefter - mikroøkonomisk analyse

Porters fem konkurransekrefter er et strategisk analyseverktøy knyttet til virksomhetens mikroøkonomiske forhold. Som vist på figur 3.2 beskriver modellen fem ulike konkurransekrefter som virker inn på en bransje, og som har innvirkning på hvilke trusler og muligheter som finnes. Ifølge Porter er det av stor betydning at bedriften har oversikt over de fem konkurransekraftene, ettersom en endring av én av dem vil kunne medføre at virksomheten må velge en annen tilnærming til markedet.



Figur 3.2 Porters fem konkurransekrefter, kilde: egen figur

3.2.1 Potensielle inntrengere

Identifiseringen av potensielle inntrengere går ut på hvorvidt tilbydere som ikke befinner seg i markedet på nåværende tidspunkt finner det som lønnsomt til å etablere seg. TOMRA har siden de ble etablert vært markedsleder på verdensbasis når det kommer til panteløsninger, og har per dags dato en markedsandel på 75%. De resterende selskapene er få, men har en tydelig posisjon, noe som vil kunne gjøre det krevende for nykommere å etablere seg. Når det kommer til sorteringsmarkedet, har TOMRA fortsatt relativt stor markedsandel, men her er det flere aktører med i markedet.

Videre, dersom vi ser på hva som kreves for å etablere seg innenfor både pante- og sorteringsmarkedet kommer det tydelig frem at avansert teknologi er løsningen for mest mulig effektive løsninger. Slik avansert teknologi, krever en solid økonomi samt tilstrekkelig med ressurser for gjennomføring og etablering, noe som igjen vil kunne sees på som en slags inngangsbarriere for etablering. Med tanke på TOMRAs store satsning på innovasjon og mål om å ha de aller beste løsningene, vil dette kunne være en avskrekkende faktor for potensielle inntrengere uten den makten TOMRA har. Dersom man dog ser på konkurransesituasjonen innenfor teknologiske felt ligger Asia, og der spesielt Kina, langt fremme (Innovasjon Norge,

u.å). Kina har i tillegg en av verdens største økonomier, og er en av de mest dominerende landene når det kommer til tilvirkning av industriartikler. På bakgrunn av dette vil man kunne tenke seg til at Kina vil kunne oppfattes som en potensiell inntrenger som ville kunne tatt store markedsandeler på kort tid. TOMRA har imidlertid ifølge Nordnet planer om posisjonering i Kina noe som både kan redusere trusselen for inntrengere fra Kina, og samtidig øke markedsandelene til TOMRA betraktelig, noe som igjen vil kunne redusere trusselen for potensielle inntrenger i det store og det hele (Birkelund, Fylling & Plassen, 2020).

Totalt sett vil vi med dette som bakgrunn kunne vurdere trusselen for potensielle inntrengere innenfor panteløsninger relativt lav. For sorteringsløsninger er den vurdert til noe høyere enn for panteløsninger, men fortsatt lav da det krever mye å etablere seg.

3.2.2 Trussel fra substitutter

Som nevnt over dominerer TOMRA både innsamlings- og sorteringsmarkedet med avansert teknologi for å mest mulig effektivt resirkulere og sortere varene maskinene jobber med. Spesielt når det kommer til panting og resirkulering av flasker og aluminiumsbokser, der flesteparten av brukere er kunder i dagligvarebutikken, vil en slik effektiv innsamling og sortering være den foretrukne løsningen slik som det er i dag. Ved å se på substitutter til TOMRAs løsninger vil dette være manuelt arbeid, noe som i dagens samfunn ikke går overens med systemene som er lagt opp og den forventede effektiviteten. I tillegg vil det være mer ressurskrevende å benytte seg av manuelt arbeid både for innsamling og sorteringsmarkedet, noe som gjør at investeringer gjort til dette vil ta lengre tid å tilbakebetale. Skal heller ikke kimse av vanen som er tillagt ved automatisk innsamling, resirkulering og sortering i dagens samfunn, noe som gjør en manuell løsning på slike problemer lite attraktiv.

Med bakgrunn i dette vurderes dermed trussel fra substitutter som lav.

3.2.3 Kundernes forhandlingssituasjon

Kundernes forhandlingssituasjon går ut på i hvor stor grad kundene kan forhandle frem priser, eller kreve bedre kvalitet eller service via egen atferd. Dette fungerer ofte i et marked med

mange tilbydere, der kundens atferd kan forme tilbydernes atferd for å øke egen omsetning. Når det kommer til kundenes forhandlingssituasjon i forhold til TOMRA og deres produkter, vil denne kunne klassifiseres som lav.

TOMRA har som nevnt tidligere tydelig størst markedsandel i innsamlingsmarkedet via panteløsningene deres, og en solid markedsandel når det kommer til sorteringsmarkedet. Basert på markedsandelen vil man derfor kunne vurdere kundenes forhandlingskraft som lav da det ikke er tilstrekkelig med substitutter kundene kan basere sin forhandlingssituasjon på. Videre er kundene til TOMRA er i tillegg i stor grad dagligvarebutikker når det kommer til panteløsninger, samt annen industri for dere sorteringsløsninger. Ved å bruke panteløsningene som et eksempel vil forhandlingskraften også her vurderes som lav da dagligvarer i større grad kjøper en pantemaskin, for kunder å bruke til å pante og for at dagligvaren får sortert og komprimert avfallet. Brukere av maskinen i dagligvaren har her ingen ytterligere makt enn å faktisk pante flaskene sine, noe som gjør at makten heller faller hos dagligvaren. På mange måter vil man her også kunne benytte seg av konkurransebildet, noe som igjen tyder på at TOMRAs store markedsandeler samt tillit som kvalitets tilbyder i bransjen, ikke vil oppleve store trusler koblet opp mot kundenes forhandlingskraft.

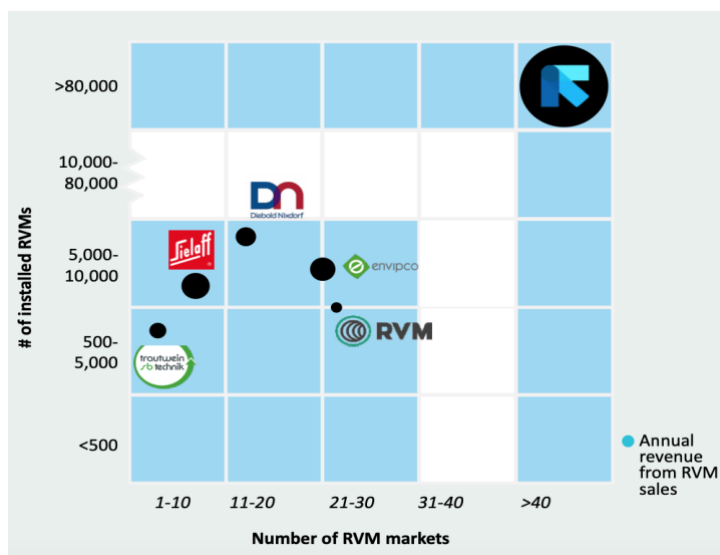
3.2.4 Leverandørenes forhandlingssituasjon

TOMRA benytter seg av flere leverandører verden over for deler til deres innsamlings- og resirkuleringsløsninger. På denne måten vil prisendringer, samt valutakurser, ha påvirkningskraft på TOMRA som firma. Uten at dette foreløpig er lagt frem som en utfordring, vil man kunne tenke seg til at Covid-19 som har herjet det siste året dermed kan ha påvirket TOMRA i form av potensiell prisøkning og vanskeligheter med leveranser. Leverandørene til TOMRA har dermed en makt i form av leveranse av deler, og kan derfor bli ansett som å ha en sterk forhandlingskraft. Allikevel, dersom man ser på TOMRAs ledende posisjon i verdensmarkedet samt solide økonomiske situasjon, vil mindre endringer i leverandørenes forhold sjelden ha betydelig påvirkningskraft fra TOMRA sin side, og man vil derfor kunne vurdere leverandørenes forhandlingssituasjon som relativt liten.

3.2.5 Rivalisering blant eksisterende aktører i bransjen

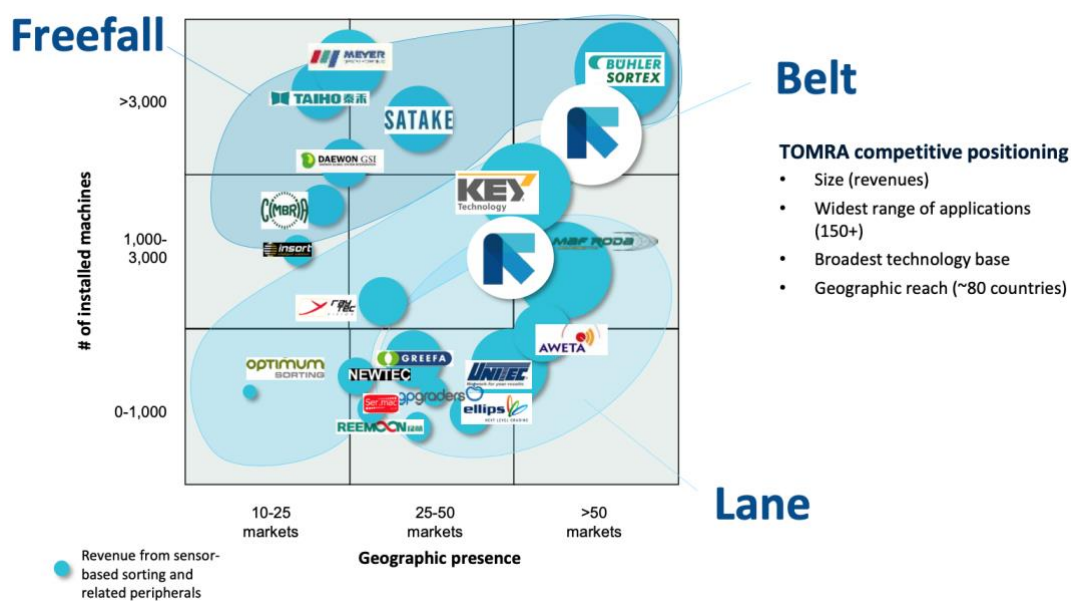
Rivalisering blant eksisterende aktører i bransjen beskriver graden av intensitet i konkurransen mellom tilbyderne i bransjen. Når det kommer til rivaliseringen blant eksisterende aktører i TOMRAs bransje, vil det også her være nødvendig å ta til betraktning den makten TOMRA besitter i denne bransjen. TOMRA har som sagt vært pionerer i pantemarkedet i en årrekke, noe som har gjort at de sitter på en tillit og en makt som i mange tilfeller vil kunne bedre situasjonen i forhold til rivalisering. Allikevel, selv om det er relativt få, er det som i de fleste andre markeder også her konkurrenter. Disse har gradvis entret markedet etter etableringen av TOMRA på 70-tallet.

Den største konkurrenten på pantemarkedet for TOMRA er for øyeblikket Diebold Nixdorf med nest flest etableringer i ulike markeder samt antall pantemaskiner installert etter TOMRA, noe som er illustrert i figur 3.2.5 (1) under. Her ser man også tydelig TOMRAs ledende posisjon etablert i over 40 markeder med over 80 000 maskiner installert, der Nixdorf er de som er nærmest i forhold til tilstedeværelse i ulike markeder og antall maskiner installert. Lengre ned på diagrammet finner vi også RVM som en av konkurrentene. Av Infinitum er både RVM og Diebold Nixdorf lagt frem som pantesystemer som sammen med TOMRA blir benyttet i Norge (Infinitum, u.å), og vi ser også ut ifra figur 3.2.5 at disse, sammen med Envipco, er noen av de sterkeste konkurrentene i verdensmarkedet. Når dette er sagt er det ikke til å stikke under stol at TOMRA, som nevnt tidligere, har en helt unik posisjon både i det norske og utenlandske markedet når det kommer til panteløsninger. Dette gjør at det kreves mengder med ressurser for å være i stand til å nærme seg TOMRAs situasjon. TOMRA har i tillegg patentert sine innovative løsninger, noe som gjør at det blir enda mer krevende for konkurrentene å tilby lignende løsninger. Rivaliseringen i pantemarkedet vil dermed kunne vurderes som relativt lav.



Figur 3.2.5 (1) RVM segment, kilde: TOMRA 2020

Når det kommer til matsorteringsmarkedet, som illustrert av figur 3.2.5 (2) under, kommer det tydelig frem at rivaliseringen blant konkurrentene er noe annerledes. TOMRA ligger fortsatt høyt oppe når det kommer til geografisk tilstedeværelse og antall maskiner installert, men befinner seg betydelig nærmere andre konkurrenter. Buhler Sortex og Key er blant annet de to tilbydere som ligger tett oppe blant tilbyderne i verdensmarkedet. Rivaliseringen vil her kunne vurderes som noe sterkere. Allikevel, vil man kunne argumentere for at TOMRAS gode rykte og tillit i verdensmarkedet vil kunne bedre deres posisjon når det kommer til rivalisering blant konkurrenter.



Figur 3.2.5 (2) Food sorting, kilde: TOMRA 2020

3.3 VRIO - intern analyse

En VRIO-analyse benyttes for å identifisere og etablere interne ressurser som kan gi bedriften tilgang til midlertidige eller varige konkurransefortrinn. Analyseverktøyet tar for seg virksomhetens ressurser, og vurderer ressursene ut ifra om den er verdifull (V), sjelden (R), ikke-imiterbar (I) og utnyttet (O), som vist i tabell 3.3. Graden av konkurransefortrinn avhenger deretter av hvor mange av disse punktene som er oppfylt (Sander, 2019).



Figur 3.3 VRIO, kilde: egen figur

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Utnyttet	Utfall
Teknologi	JA	JA	NEI	JA	Midlertidig konkurransefortrinn
Patenter	JA	JA	NEI	JA	Midlertidig konkurransefortrinn
Merkenavn	JA	JA	JA	JA	Varig konkurransefortrinn
Markedskunnskap	JA	JA	JA	JA	Varig konkurransefortrinn

Tabell 3.3 VRIO, kilde: egen tabell

3.3.1 Teknologi

TOMRA er ledende innenfor utvikling og bruk av ny teknologi for å kontinuerlig effektivisere deres systemer innenfor både Collection Solutions og Sorting Solutions. Årlig investeres 8% av deres omsetning i forskning og utvikling (FoU), noe som i 2019 tilsvarte

197,36 millioner kroner (Torgersen, 2019). Deres nyeste innovasjon innenfor panteløsninger er TOMRA Flow Technology, som bidrar med banebrytende emballasje-gjenkjenning til alle panteautomater. Innenfor Sorting Solutions er TOMRA globale pionerer innenfor sensorbasert sortering, og utvikler stadig sin teknologi for å møte markedet med høyest mulig effektivitet og presisjon.

Med sin posisjon når det kommer til pant- og resirkuleringsløsninger, samt banebrytende teknologi, har TOMRA uten tvil både verdifull og sjelden teknologi som igjen gjør at de skiller seg ut i markedet og bidrar med et konkret konkurransefortrinn. Teknologien er dog imiterbar, da konkurrentene deres kan komme med like eller lignende løsninger med samme type teknologi bak. Isolert sett, med tanke på teknologien, vil dette tilsi at de ikke har et absolutt konkurransefortrinn, men heller et midlertidig konkurransefortrinn. Dette midlertidige konkurransefortrinnet gjør at de i større grad er nødt til å opprettholde en stabil utvikling av teknologien, for å opprettholde egen posisjon (TOMRA, u.å.).

3.3.2 Patenter

Ettersom TOMRA satser betydelige mengder av deres omsetning på teknologi og innovasjon, er det nødvendig at har patent på deres teknologi og løsninger for å kunne opprettholde dette konkurransefortrinnet i fremtiden. I skrivende stund har TOMRA 40 patenter på ulike teknologier som benyttes i deres drift innenfor både Collection Solutions og Sorting Solutions. Eksempelvis har TOMRA patent på TOMRAs Sure Return™-teknologi, som sikrer nøyaktig emballasje-gjenkjenning og beskyttelse mot pantesvindel (TOMRA, u.å.).

TOMRAs patenter er verdifulle da de forhindrer at potensielle nye aktører i bransjen kopierer, produserer og selger produkter der deres sensorbaserte teknologiske løsninger er benyttet. Patentene vil derfor kunne anses som både sjeldne og ikke-imiterbare da det er TOMRA som har enerett til å utnytte den teknologiske oppfinnelsen. På den annen side har patentene kun et begrenset tidsrom, vanligvis på 20 år, slik at TOMRA ikke kan forhindre at konkurrenter imiterer deres teknologiske løsninger etter denne tidsperioden. Dette gjør at patentene vil miste sin ressurs som ikke-imiterbare i fremtiden, og kan følgelig kun anses som et midlertidig konkurransefortrinn.

3.3.3. Merkenavn

Som tidligere nevnt er TOMRA pionerer i sitt felt, da de som første bedrift introduserte panteløsninger til verdensmarkedet. Ved kontinuerlig forbedring av egen teknologi, samt tilpasning til kundebehovene, har de klart å opparbeide seg et merkenavn forbundet med kvalitet og pålitelighet. Det at de i tillegg har majoriteten av markedsandelene innenfor pante- og resirkuleringsløsninger i dag, gjør at deres merkenavn har solid verdi i dette feltet noe som videre bygger opp under at deres navn er forbundet med kvalitet.

Ut ifra VRIO sin kategorisering av ressurser vil deres merkenavn både kategoriseres som verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og utnyttet. Sammenlagt sitter de basert på eget merkenavn på et varig konkurransefortrinn, da de etter å ha vært markedsledere i en årrekke har etablert et merkenavn som har oppnådd tillit i markedet. Spesielt det faktum at merkenavnet deres er ikke-imiterbart, og at navnet TOMRA for mange er det første som assosieres med spesielt panteløsninger, gjør at de klarer å opprettholde de markedsandelene de har opparbeidet seg, samt at nykommere vil ha mindre mulighet til å overta deres markedsandeler. Det vil også kunne være sannsynlig at tilliten de har opparbeidet seg koblet opp mot pantemarkedet har smittet over på sorteringsmarkedet, og de andre løsningene de tilbyr, noe som igjen gjør at det er lettere for dem å etablere seg her også.

3.3.4 Markedskunnskap

TOMRA besitter en verdifull posisjon når det gjelder deres markedskunnskap innenfor innsamlings- og sorteringsmarkedet, og dette henger i stor grad sammen med deres godt etablerte merkenavn. Innenfor pantemarkedet er TOMRA fremdeles markedsleder, og de har derfor opparbeidet seg solid kunnskap og erfaring knyttet til produkter og tjenester i dette markedet. TOMRAs fordelaktige posisjon og kunnskap gjør at de i større grad kan imøtekomme kundenes behov, samt utvikle nye løsninger som etterspørres, og de besitter med andre ord en sjelden og ikke-imiterbar ressurs. TOMRAs markedskunnskap gir derfor på lik linje med merkenavnet grunnlag for et varig konkurransefortrinn.

3.3.5 Konklusjon VRIO-analyse

Oppsummert, kommer det frem at TOMRA har to midlertidige konkurransefortrinn og to varige konkurransefortrinn. Deres nåværende markedsposisjon bærer preg av at de har vært

markedsledere i en årrekke, samt helt fra etableringen har opparbeidet seg et rykte som bygger på kvalitet, tillit og optimalisering av løsninger. Til tross for midlertidige konkurransefortrinn innenfor teknologi og patenter, vil det faktisk at de har opparbeidet seg et såpass godt fotfeste i markedet forbedre posisjonen deres sammenlignet med andre konkurrenter. Totalt sett med tanke på viktigheten av merkenavn og markedskunnskap vil dette tilsi at de innehar en lovende strategisk posisjon i markedet, hvor det vil være vanskelig for nykommere i markedet å ta over deres ledende posisjon.

3.4 Oppsummering av analysene - SWOT

Den strategiske analysen vil avslutningsvis oppsummeres ved hjelp av en SWOT-analyse (tabell 3.4). Dette inkluderer en intern analyse, hvor en ser på virksomhetens styrker og svakheter, samt en ekstern analyse med fokus på truslene og mulighetene bedriften står ovenfor. Målet med SWOT-analysen er dermed å identifisere relevante interne og eksterne faktorer som er av betydning for at bedriften skal kunne nå sine ønskede mål.

Styrker	Svakheter
Avansert teknologi Stor markedsandel Merkenavn Involvering i globalt miljøsamarbeid (FNs Global Compact)	Valutarisiko Imiterbar teknologi
Muligheter	Trusler
Geografisk ekspansjon Økt miljøfokus og sirkulær økonomi Kunstig Intelligens	Potensielle inntrengere i markedet Avhengig av statlige reguleringer Korona-pandemiens økonomiske konsekvenser

Tabell 3.4 SWOT, kilde: egen tabell

Del 4 - Regnskapsanalyse

4.1 Grunnleggende regnskapsanalyse

Ved å gjennomføre en analyse av utviklingen i regnskapene fra 2016 til 2020, vil man få et overordnet bilde av den økonomiske situasjonen i TOMRA. Den historiske utviklingen frem til dagens situasjon skal legge grunnlaget for å kunne vurdere den fremtidige økonomiske utviklingen hos selskapet.

En grunnleggende regnskapsanalyse vil omfatte en vurdering av følgende fire kategorier: Lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet (Kristoffersen, 2019).

Regnskapsanalysen baserer seg på konsernregnskapet for å få et helhetlig bilde av bedriftens status. Konsernregnskapstallene fra 2016 til 2019 er offentlig tilgjengelig via TOMRA sin interne innsending av årsregnskap til Brønnøysundregisteret. Regnskapstallene fra 2020 fremkommer fra TOMRA sine kvartals- og årsrapporter i 2020. Vi tar forbehold om at tallene fra kvartalsrapporter og årsrapporten kan avvike fra endelig regnskap som blir tilsendt Brønnøysundregisteret, da det kan forekomme justeringer i regnskapet senere i 2021.

4.2 Lønnsomhetsanalyse

Lønnsomhet handler om bedriftens evne til å skape overskudd (Kristoffersen, 2019). Når en bedrift på sikt skaper større inntekter enn kostnader, så legger det et godt grunnlag for lønnsomhet og overlevelse. For å være en lønnsom bedrift er det viktig å gå med overskudd mer enn bare ett år. Lønnsomhet handler også om hvordan utviklingen i overskuddet er over tid.

En bedrifts lønnsomhet kan fremvises på flere måter. Lønnsomhetsanalysen benyttes som et verktøy for å vurdere TOMRA sitt overskudd opp mot resultat og ressurser (Berg T., 2017, side 21) for å gi en nøyaktig og representativ vurdering av lønnsomheten. Vi har valgt å fokusere på driftsmargin, resultatmargin, total kapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet for å gi et representativt bilde.

4.2.1 Driftsmargin

Driftsmargin sier noe om hvor stor andel selskapet har tjent på operasjonell drift, før man tar hensyn til finansielle poster. Driftsmarginen ser derfor bort i fra konsekvensene av større svingninger i investeringer og lån. En driftsmargin på 10% eller høyere i perioder med lav prisstigning sies å være godt nivå, mens under 1% er et dårligere nivå (Kristoffersen, 2019).

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekt}}$$

Vi ser av tabell 4.2.1 og figur 4.2.1 under at TOMRA leverer stabile og gode driftsmarginer mellom 12% og 15% fra 2016 til 2020. Dette kommer av en jevn økning i både operasjonelle inntekter og kostnader siste fem årene.

Driftsinntektene har steget fra 6,6 milliarder kroner i 2016 til 9,9 milliarder kroner i 2020. Dette tilsvarer en økning på 3,3 milliarder kroner denne perioden og en gjennomsnittlig årlig omsetningsvekst på 10,7%.

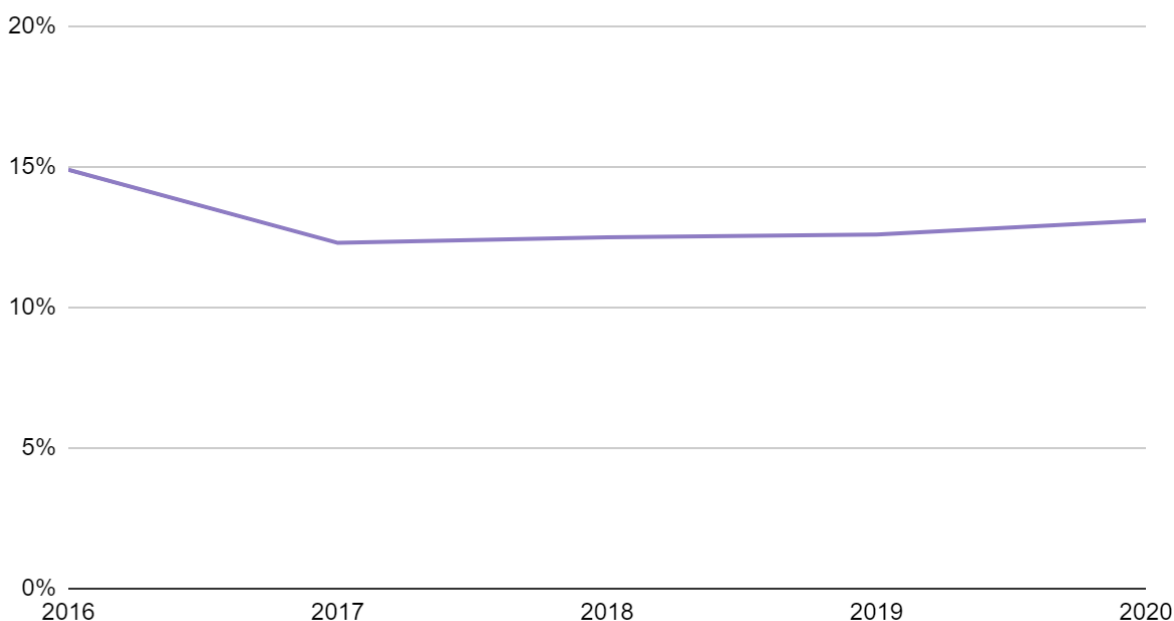
Driftskostnadene har samtidig økt fra 5,6 milliarder kroner i 2016 til 8,6 milliarder kroner i 2020. Dette tilsvarer en økning på 3,0 milliarder kroner denne perioden og i snitt 11,3 % vekst i driftskostnader årlig. Det er økningene i varekostnader og lønnskostnader som er hovedårsaken til veksten i driftskostnadene.

Med en jevn økning i både operasjonelle inntekter og kostnader siste fem årene, har marginene holdt seg relativt stabile over tid historisk.

<i>I tusen kr.</i>	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekt	6,610,000	7,432,000	8,596,000	9,346,000	9,941,000
Driftskostnad	5,622,000	6,516,000	7,518,000	8,170,000	8,641,000
Driftsresultat	988,000	916,000	1,078,000	1,176,000	1,300,000
Driftsmargin	14.9%	12.3%	12.5%	12.6%	13.1%

Tabell 4.2.1 Driftsmargin, 2016-2020

Driftsmargin 2016-2020



Figur 4.2.1 Driftsmargin 2016-2020

4.2.2 Resultatmargin

Resultatmarginen viser til andelen av resultatet som blir utgjort av inntektene.

Resultatmarginen inkluderer dermed finansielle poster, og avslører derfor bedriftens valg av finansiering og konsekvensen av svingninger i investering og lån.

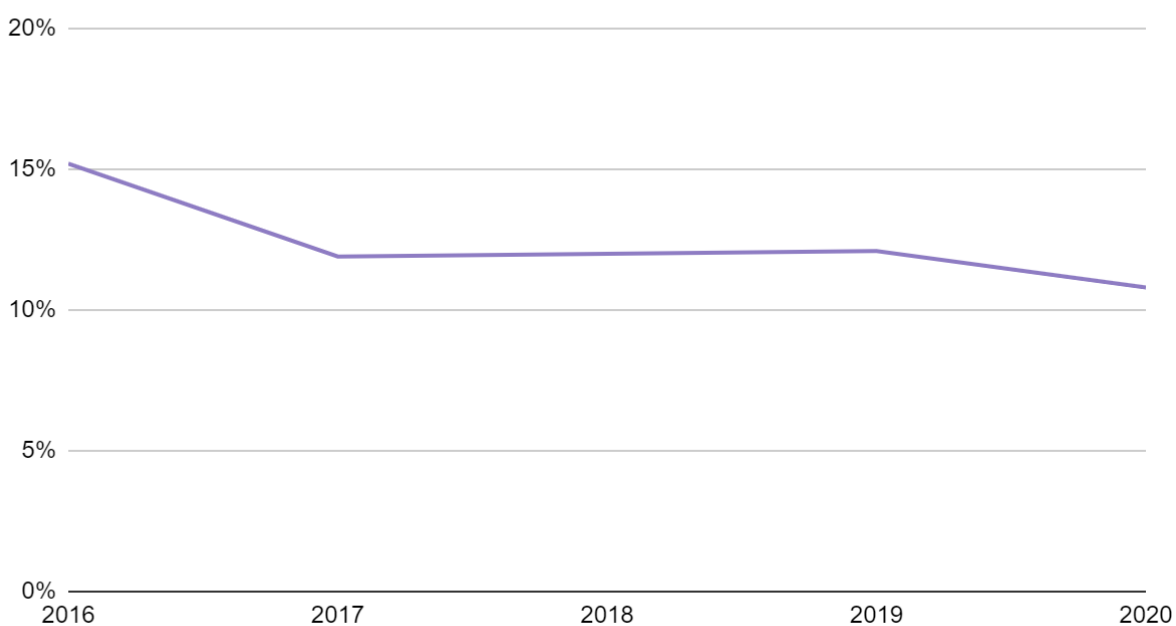
$$\text{Resultatmargin} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt}}{\text{Driftsinntekt}}$$

I og med at det ordinære resultatet avviker lite fra driftsresultatet, så er resultatmarginene til TOMRA på likt nivå med driftsmarginene på 11 til 15% (tabell 4.2.2). Bortsett fra 2016 så er finanskostnadene noe høyere enn finansinntektene som betyr at ordinært resultat før skatt ligger 30 til 40 millioner kroner lavere enn driftsresultatet. I 2016 er finansinntektene så høye at ordinært resultat før skatt er 20 millioner høyere enn driftsresultatet.

<i>I tusen kr.</i>	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekt	6,610,000	7,432,000	8,596,000	9,346,000	9,941,000
Ordinært resultat før skatt	1,008,000	887,000	1,033,000	1,130,000	1,070,000
Resultatmargin	15.2%	11.9%	12.0%	12.1%	10.8%

Tabell 4.2.2 Resultatmargin, 2016-2020

Resultatmargin 2016-2020



Figur 4.2.2 Resultatmargin 2016-2020

4.2.3 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet måler avkastningen på den samlede totalkapitalen i selskapet. Det vil si hvor effektivt bedriften har forvaltet ressursene sine uavhengig av finansieringen.

Avkastningen bør ikke være under risikofri rente med tillegg for risiko. En avkastning på 15% er meget godt, 10% er godt og under 1% ansees som dårlig.

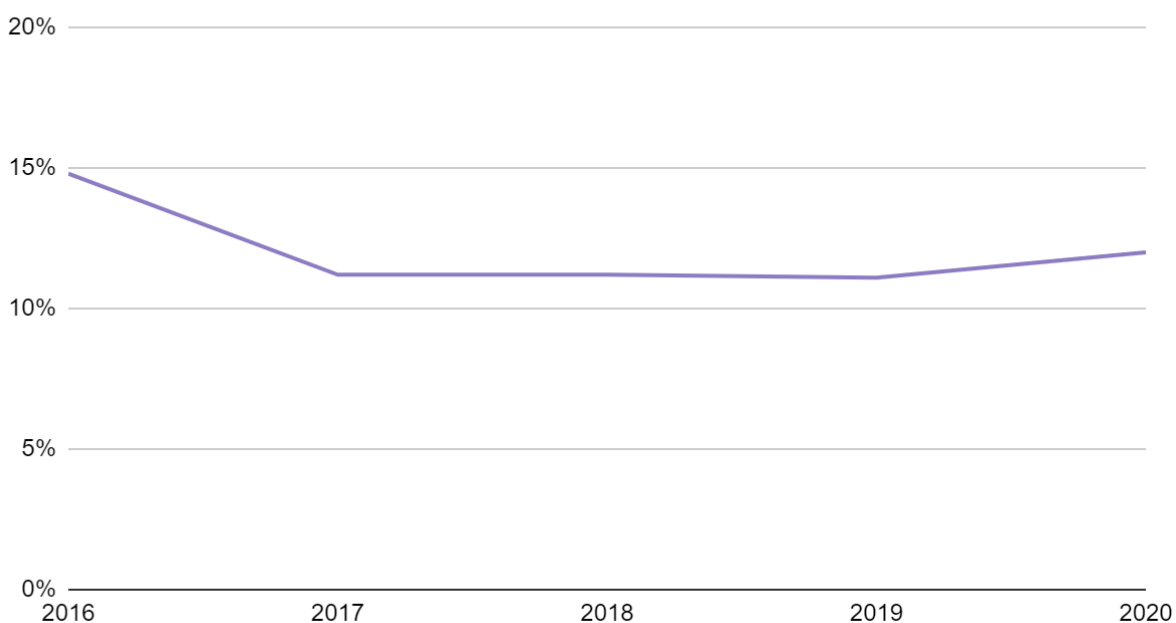
$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{driftsresultat} + \text{finansinntekter}) * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

Som vist i tabell 4.2.3 har TOMRA de siste fem årene holdt en god avkastning på totalkapitalen. I 2016 hadde selskapet en avkastning på totalkapitalen på nesten 15%. Fra 2017 til 2019 har denne avkastningen ligget jevnt på rett over 11%, og i 2020 er avkastningen på totalkapitalen 12%.

<i>I tusen kr.</i>	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsresultat	988,000	916,000	1,078,000	1,176,000	1,300,000
Finansinntekter	67,000	28,000	0	28,000	14,000
Totalkapital	7,115,000	8,437,000	9,595,000	10,868,000	10,977,000
Totalkapitalrentabilitet	14,8%	11,2%	11,2%	11,1%	12,0%

Tabell 4.2.3 Totalkapitalrentabilitet, 2016-2020

Totalkapitalrentabilitet 2016-2020



Figur 4.2.3 Totalkapitalrentabilitet 2016-2020

4.2.4 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet måler lønnsomheten av eiernes investeringer, og viser hvor stor andel av resultatet som tilfaller egenkapitalen. Avkastning på egenkapitalen brukes som et sammenligningsgrunnlag mellom ulike bedrifter før en investering gjennomføres.

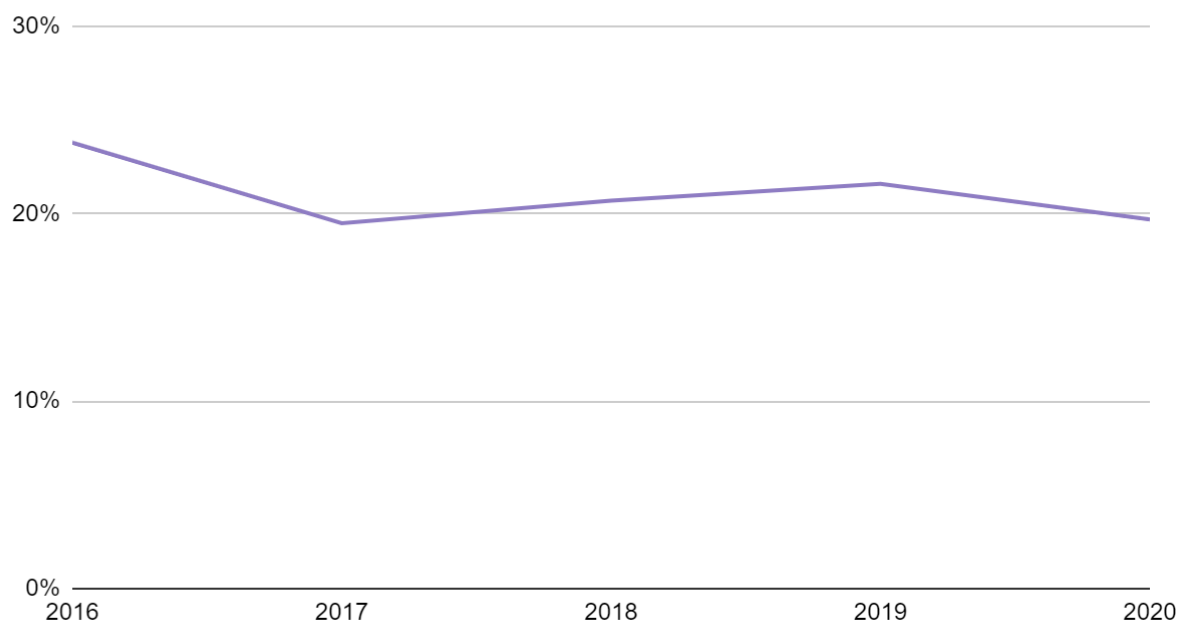
$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat (før/etter skatt)} * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Tabell 4.2.4 viser en oversikt over selskapets egenkapitalrentabilitet fra perioden 2016 til 2020. I likhet med avkastning på totalkapitalen så ligger også avkastning på egenkapitalen høyt i 2016, med 23,8%. Fra 2017 til 2019 er avkastningen på egenkapitalen jevnt stigende fra 19,5% til 21,6%, mens det i 2020 synker til 19,7%. Nedgangen i avkastningen fra 2016 til 2017 skyldes en reduksjon i resultatet i 2017 før skatt. Det samme er også årsaken til reduksjonen fra 2019 til 2020. Disse endringene i egenkapitalrentabiliteten er illustrert i figur 4.2.4.

<i>I tusen kr.</i>	2016	2017	2018	2019	2020
Resultat før skatt	1,008,000	887,000	1,033,000	1,130,000	1,070,000
Egenkapital IB	4,106,000	4,370,000	4,737,000	5,236,000	5,247,000
Egenkapital UB	4,370,000	4,737,000	5,236,000	5,247,000	5,592,000
Egenkapitalrentabilitet	23.8%	19.5%	20.7%	21.6%	19.7%

Tabell 4.2.4 Egenkapitalrentabilitet, 2016-2020

Egenkapitalrentabilitet 2016-2020



Figur 4.2.4 Egenkapitalrentabilitet 2016-2020

4.3 Soliditetsanalyse

Soliditetsanalysen viser hvor mye av selskapets eiendeler som er finansiert av egenkapital og gjeld, og sier dermed noe om i hvor stor grad bedriften tåler perioder med svak lønnsomhet og evne til å betale over en lengre periode. Det er selskapets egenkapitalandel som vurderer selskapets soliditet. Jo høyere egenkapitalandelen er, jo høyere soliditet har selskapet.

Dersom andelen er 100% er selskapet fullt egenkapitalfinansiert, og fører som regel til lavere økonomisk risiko for selskapet. Dersom andelen er 0%, er selskapet full gjeldsfinansiert. Man kan benytte seg av verktøy som egenkapitalandel, gjeldsgrad og rentedekningsgrad for å si noe om selskapets soliditet.

4.3.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser hvor stor andel av eiendelene som finansieres av egenkapital (Berg, 2017, s. 81). Den sier noe om hvor mye bedriften kan tåle å tape for det går utover gjelden selskapet besitter (Kristoffersen, 2019).

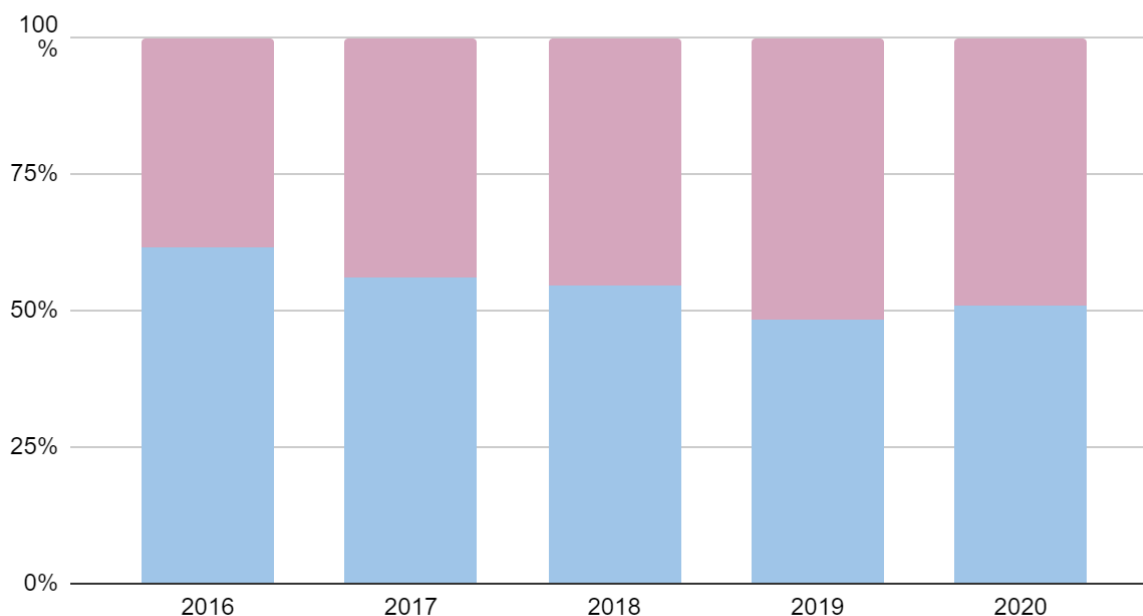
$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

TOMRA har hatt en reduksjon i egenkapitalandelen fra 2016 til 2019, som vist i tabell 4.3.1 og figur 4.3.1. I 2016 var egenkapitalandelen 61,4%, og i 2019 var andelen 48,3%. I 2019 skyldes den reduserte andelen en betydelig økning i langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner og annen langsiktig gjeld. Vi kan dermed se at selskapet over tid har vært mer avhengig av eksterne midler for gjennomførte investeringer. I 2020 derimot har egenkapitalandelen økt til 50,9% og selskapet er ved utgangen av 2020 over halvparten egenkapitalfinansiert.

<i>I tusen kr.</i>	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapital	4,370,000	4,737,000	5,236,000	5,247,000	5,592,000
Gjeld	2,745,000	3,700,000	4,359,000	5,621,000	5,385,000
Totalkapital	7,115,000	8,437,000	9,595,000	10,868,000	10,977,000
Egenkapitalandel	61.4%	56.1%	54.6%	48.3%	50.9%

Tabell 4.3.1 Egenkapitalandel, 2016-2020

Egenkapitalandel og gjeldsandel 2016-2020



Figur 4.3.1 Egenkapital og gjeldsandel 2016-2020

4.3.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser andelen finansiering som stammer fra gjeld og selskapets aksjonærer i forhold til selskapets egenkapital. Mer egenkapital gir mindre gjeldsgrad, og mindre egenkapital gir større gjeldsgrad. Soliditeten til et selskap vil dermed stå sterkere med en lavere gjeldsgrad (Berg, 2017, s. 81). En tilfredsstillende gjeldsgrad avhenger av selskapet og bransjen den opererer i, men uavhengig av graden så foreligger det alltid en risiko med investeringer finansiert med gjeld.

$$Gjeldsgrad = \frac{Gjeld}{Egenkapital}$$

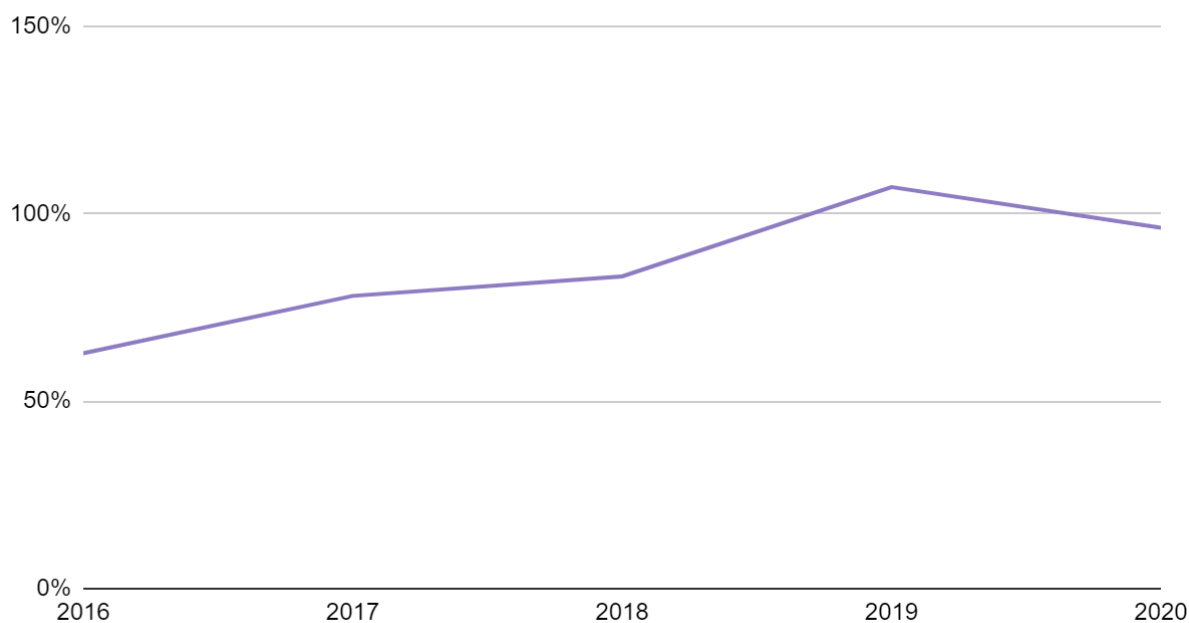
Gjeldsgraden til TOMRA har som vist i tabell 4.3.2 og figur 4.3.2 steget fra 62,8% til 107,1% i perioden 2016 til 2019. Det vil si at selskapet hadde klart større andel egenkapital i 2016, mens det i 2019 er cirka lik andel egenkapital og gjeld. Endringen har samme årsak som utviklingen i egenkapitalandelen, at det er gjort flere investeringer i denne perioden som er finansiert av utenforstående. Med en økning i langsiktig gjeld for hvert år, så vil gjeldsgraden øke. Med en økende gjeldsgrad blir selskapet mer sensitive for svingninger i rentenivå. I

2020 har gjeldsgraden sunket igjen til 96,3%, som betyr at selskapet har økt sin egenkapitalfinansiering og blir mindre sensitiv for svingninger i rentenivå.

<i>I tusen kr.</i>	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapital	4,370,000	4,737,000	5,236,000	5,247,000	5,592,000
Gjeld	2,745,000	3,700,000	4,359,000	5,621,000	5,385,000
Gjeldsgrad	62.8%	78.1%	83.3%	107.1%	96.3%

Tabell 4.3.2 Gjeldsgrad, 2016-2020

Gjeldsgrad 2016-2020



Figur 4.3.2 Gjeldsgrad 2016-2020

4.3.3 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden måler selskapets evne til å betale sine rentekostnader. Selskapet vil gå i underskudd dersom rentedekningsgraden er under 1 (Kristoffersen, 2019).

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$$

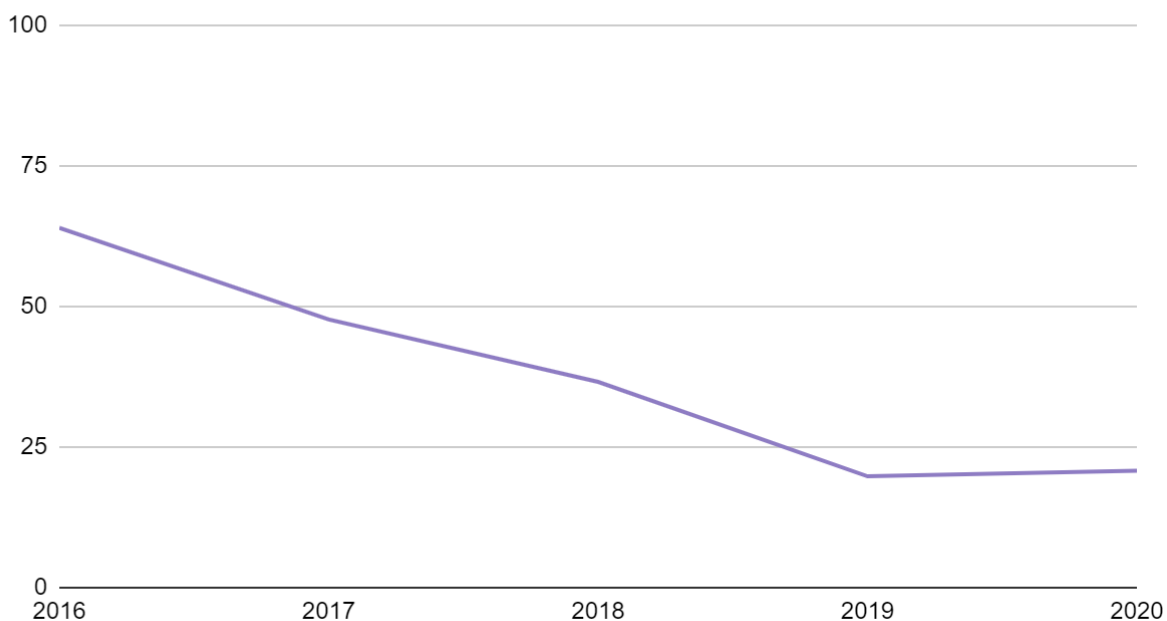
Av tabell 4.3.3 kan vi se at rentedekningsgraden til TOMRA er langt over 1, noe som er forventet da selskapet har levert solide resultater hele perioden, som også har vært stigende

siden 2017. Godt resultat hvert år skyldes at bedriften over tid har hatt høye inntekter og marginer, og god soliditet over flere år. Rentekostnadene er noe varierende fra år til år, men kostnadene ligger på et lavere nivå da en synkende styringsrente påvirker rentekostnaden til fordel for selskapet.

Regnskapsanalyse	2016	2017	2018	2019	2020
Resultat før skatt	1,008,000	887,000	1,033,000	1,130,000	1,070,000
Rentekostnader	16,000	19,000	29,000	60,000	54,000
Rentedekningsgrad	64.0	47.7	36.6	19.8	20.8

Tabell 4.3.3 Rentedekningsgrad, 2016-2020

Rentedekningsgrad 2016-2020



Figur 4.3.3 Rentedekningsgrad 2016-2020

4.4 Finansieringsanalyse

Finansieringsanalysen sier noe om selskapets anskaffelse og anvendelse av kapital. I finansieringsanalysen benytter vi finansieringsgrad 1 som verktøy for å si noe om hvor stor grad anleggsmidler er finansiert med langsiktig kapital.

4.4.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 sier noe om hvor stor andel av anleggsmidlene som er finansiert med langsiktig kapital. Langsiktig kapital består av egenkapital og langsiktig gjeld (Berg, 2017, s. 82). Finansieringsgrad 1 bør ligge på et nivå under 1, som betyr at langsiktig gjeld og egenkapital dekker alt av anleggsmidler og finansierer også deler av omløpsmidlene. Dersom finansieringsgrad 1 er under 1, vil deler av anleggsmidlene være finansiert av kortsiktig gjeld. Dette kan gå negativt utover resultatet og bedriftens likviditet (Kristoffersen, 2019).

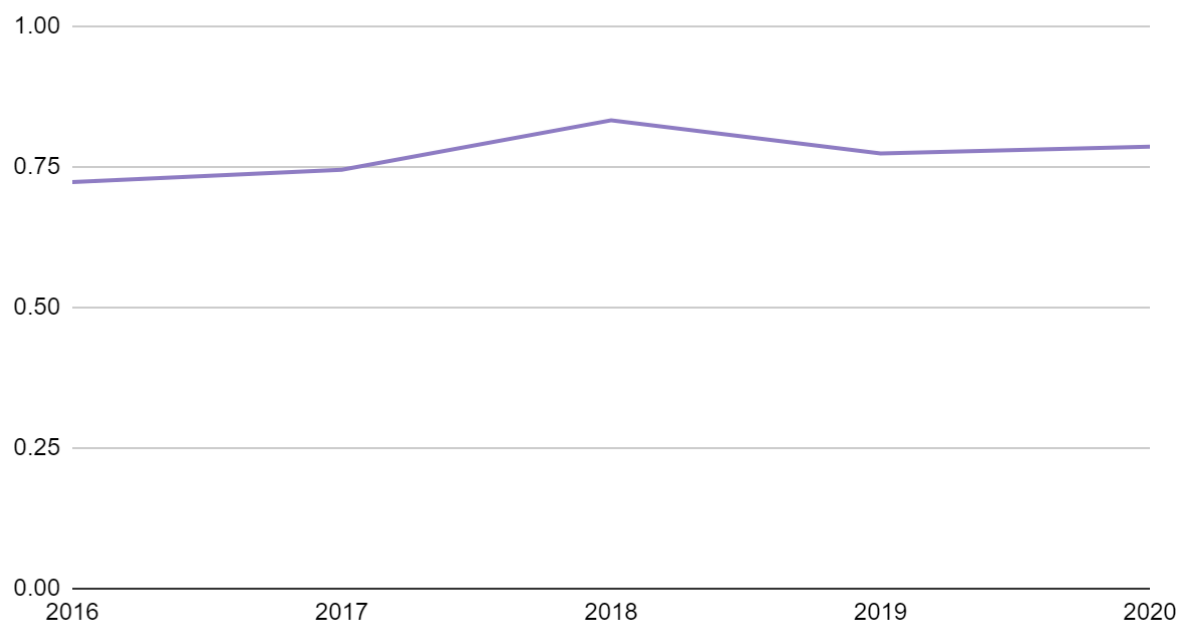
$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

Finansieringsgraden til TOMRA har ligget på et jevnt nivå mellom 0,72 og 0,83 (tabell 4.4.1), og dermed godt under anbefalingen om å være under 1. Økningen i finansieringsgraden i 2018 og 2020 skyldes at den langsiktige gjelden reduseres disse året. Mens reduksjonen i 2019 skyldes at økningen i langsiktig gjeld er en større vekst enn økningen i anleggsmidlene, mens egenkapitalen holder seg stabil. At TOMRA sin finansieringsgrad ligger under 1, gir selskapet et godt utgangspunkt for videre vekst. Det vil være mulig å finansiere omløpsmidler med langsiktig gjeld med gode betingelser, enn å være nødt til å finansiere videre vekst med kortsiktig gjeld med dårligere betingelser.

<i>I tusen kr.</i>	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapital	4,370,000	4,737,000	5,236,000	5,247,000	5,592,000
Langsiktig gjeld	1,014,000	1,655,000	1,293,000	3,177,000	2,762,000
Anleggsmidler	3,893,000	4,759,000	5,436,000	6,524,000	6,570,000
Finansieringsgrad 1	0,72	0,75	0,83	0,77	0,79

Tabell 4.4.1 Finansieringsgrad 1, 2016-2020

Finansieringsgrad 1 2016-2020



Figur 4.4.1 Finansieringsgrad 1 2016-2020

4.5 Likviditetsanalyse

Likviditetsanalysen gir et bilde over bedriftens betalingsevne og kjøpekraft, og innebærer en kartlegging av bedriftens evne til å betale sine forpliktelser ved forfall. At et selskap har god likviditet betyr at selskapet uten problemer gjør opp sine betalingsforpliktelser. Altså nedbetalingsevnen av kortsiktig gjeld er en indikator på god likviditet (Visma, u.å.). Vi bruker arbeidskapital, likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 som verktøy for å måle selskapets likviditet.

4.5.1 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, og beskriver den kapitalen som “arbeider” for bedriften i det daglige. Kapital som er bundet i anleggsmidler skal ikke være finansiert med kortsiktig gjeld, men med egenkapital og langsiktig gjeld. Arbeidskapitalen bør derfor ikke være negativ, for da vil som regel likviditeten være dårlig, og den daglige driften kan oppleves som vanskelig da bedriften ikke har penger til å betale sine forpliktelser ved forfall (Kristoffersen, 2017).

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

Tabell 4.5.1 viser en oversikt over TOMRA sin arbeidskapital fra 2016 til 2020. Av tabellen kan vi se at arbeidskapitalen har vært positiv alle år og variert mellom 1,1 og 1,9 milliarder kroner i perioden. Reduksjonen i arbeidskapital fra 1,6 til 1,1 milliarder kroner i 2018, som er laveste nivå denne perioden, skyldes en økning på over 1 milliard kroner i kortsiktig gjeld dette året. En sterk positiv arbeidskapital tilsier at selskapet har mindre kortsiktige forpliktelser enn selskapets tilgjengelige midler, som betyr at TOMRA har hatt solid likviditet siste femårs-periode.

<i>I tusen kr.</i>	2016	2017	2018	2019	2020
Kortsiktig gjeld	1,731,000	2,045,000	3,066,000	2,444,000	2,623,000
Omløpsmidler	3,222,000	3,678,000	4,159,000	4,344,000	4,407,000
Arbeidskapital	1,491,000	1,633,000	1,093,000	1,900,000	1,784,000

Tabell 4.5.1 Arbeidskapital, 2016-2020

4.5.2 Likviditetsgrad 1

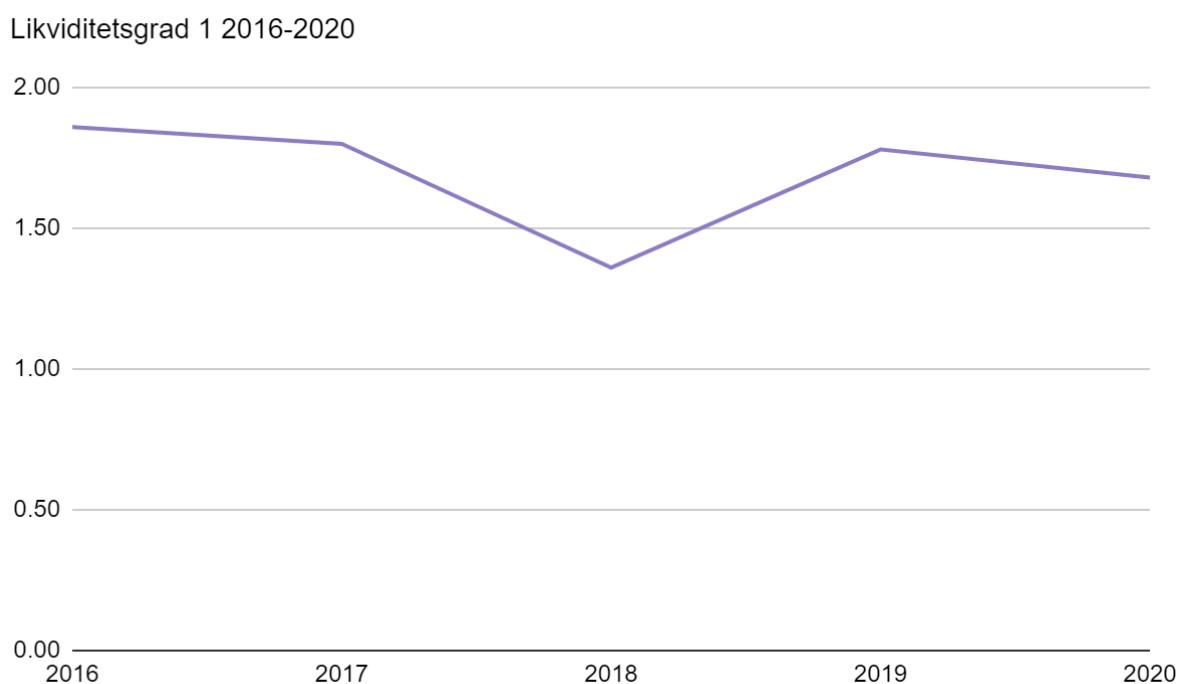
Likviditetsgrad 1 beskriver hvor stor andel av TOMRA sine omløpsmidler som er finansiert med kortsiktig gjeld. Historisk sett foreligger det en gammel norm som sier at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2, men i praksis er dette svært sjeldent (Kristoffersen, 2019).

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

Likviditetsgraden til TOMRA ligger opp mot 2 alle årene med unntak av i 2018, som var på laveste nivå i perioden på 1,36 (tabell 4.5.2). Den lavere likviditetsgraden i 2018 skyldes de samme faktorene som nevnt tidligere, at selskapet har økt sin kortsiktige gjeld til kredittinstitusjoner dette året. At likviditetsgrad 1 ellers ligger mellom 1,86 i 2016 til 1,68 i 2020 de andre årene, tilsier at selskapet har god likviditet.

<i>I tusen kr.</i>	2016	2017	2018	2019	2020
Kortsiktig gjeld	1,731,000	2,045,000	3,066,000	2,444,000	2,623,000
Omløpsmidler	3,222,000	3,678,000	4,159,000	4,344,000	4,407,000
Likviditetsgrad 1	1.86	1.80	1.36	1.78	1.68

Tabell 4.5.2 Likviditetsgrad 1, 2016-2020



Figur 4.5.2 Likviditetsgrad 1 2016-2020

4.5.3 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 beskriver hvor stor andel av TOMRA sine mest likvide omløpsmidler som er finansiert med kortsiktig gjeld. Mest likvide omløpsmidler defineres som omløpsmidler som kan omgjøres til likvider ved enkle transaksjoner, det vil si samtlige omløpsmidler bortsett fra varelageret. Historisk sett foreligger det en gammel norm som sier at likviditetsgrad 2 bør være større enn 1.

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

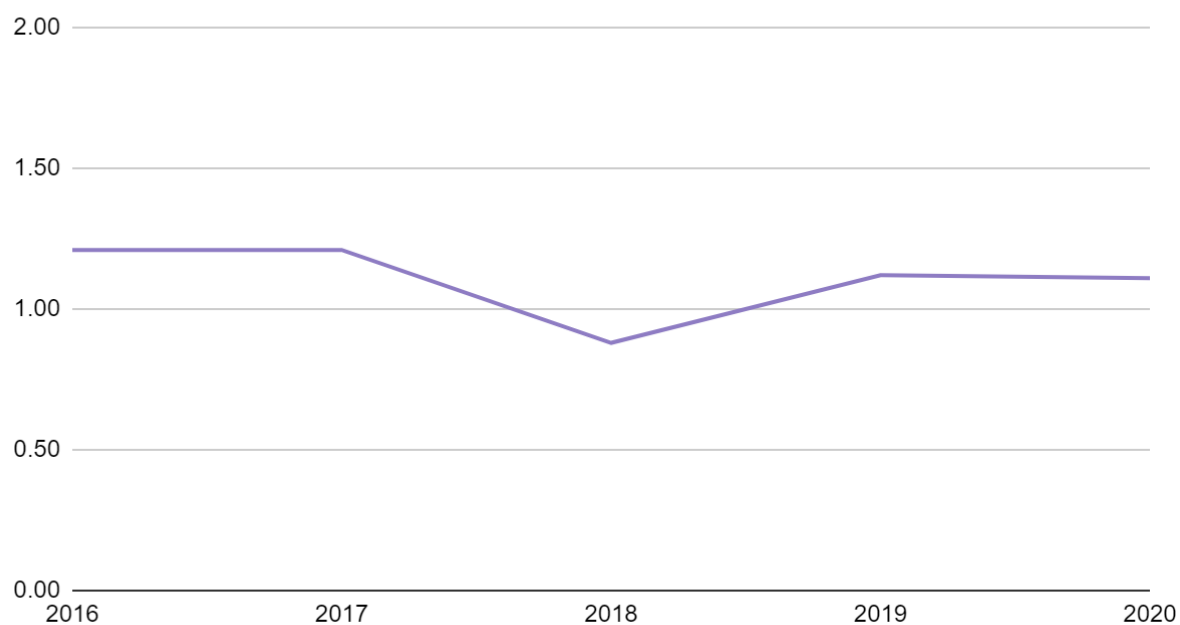
Av tabell 4.5.3 ser vi at TOMRA sin likviditetsgrad 2 ligger jevnt rundt 1. I 2018 er likviditetsgraden rett i underkant av 1 av samme årsaker med den kortsiktige gjelden i tillegg

til en betydelig økning i varelageret fra 2017 til 2018. De andre årene ligger likviditetsgraden mellom 1,21 i 2016 og 1,11 i 2020. Dette bekrefter selskapets gode likviditet siste årene.

<i>I tusen kr.</i>	2016	2017	2018	2019	2020
Kortsiktig gjeld	1,731,000	2,045,000	3,066,000	2,444,000	2,623,000
Omløpsmidler	3,222,000	3,678,000	4,159,000	4,344,000	4,407,000
Varelager	1,127,000	1,197,000	1,448,000	1,596,000	1,492,000
Likviditetsgrad 2	1.21	1.21	0.88	1.12	1.11

Tabell 4.5.3 Likviditetsgrad 2, 2016-2020

Likviditetsgrad 2 2016-2020



Figur 4.5.3 Likviditetsgrad 2 2016-2020

Del 5 - Avkastningskrav

Avkastningskravet for en investering skal reflektere hvilken avkastning eierne og andre kapitalleverandører kan forvente å oppnå ved alternativ plassering av kapitalen med samme risiko som den aktuelle investeringen.

Et selskap kan være finansiert både med egenkapital og gjeld. Neddiskonteringsraten som benyttes for å finne selskapsverdien er et vektet avkastningskrav som reflekterer alternativkostnaden til egenkapitaleierne og långiverne gitt deres relative bidrag til selskapets total kapital. Avkastningskravet skal kompensere for inflasjon, verdi over tid og risiko (Dahl, 1997, s. 39).

Det finnes flere metoder for å beregne et avkastningskrav for et selskap, men de to mest kjente er kapitalverdimodellen (CAPM) og total kapitalverdimodellen (WACC).

5.1 CAPM

Avkastningskravet til egenkapitalen tar utgangspunkt i kapitalverdimodellen (CAPM), som er en anerkjent modell for beregning av avkastningskrav. Modellen har den hensikt å finne et rimelig avkastningskrav på investering basert på risikoen knyttet til investeringen og alternativavkastningen i markedet. Egenkapitalinvestorenes avkastningskrav avhenger av den risikofrie renten pluss et risikotillegg som beskriver hvordan markedets risikopremie varierer direkte med betaverdien.

$$(5.1) \text{ CAPM} = R_f + \beta * \text{MRP}$$

R_f = Risikofri rente

β = Beta

MRP = Markedets risikopremie

Desto mer systematisk risiko en investor tar på seg, det vil si risiko investoren ikke får diversifisert bort, jo større avkastning vil en investor kreve for investeringen.

Avkastningskravet må derfor tilfredsstillende investeringen ved å dekke for risikoen investor har tatt på seg og tidsverdien av pengene.

5.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som investor kan kreve for en investering uten risiko. Risikofri rente representerer ofte renten på lange statsobligasjoner fra Norges Bank. Et slikt verdipapir er risikofritt da det er tilnærmet lik null prosent sannsynlig at staten ikke klarer å innfri dette lånet.

I Norges Bank foreligger det 3-, 5- og 10-års renter som kan brukes som risikofri rente. I og med at vi har en langsiktig tidshorisont, benytter vi av oss den lengste statsobligasjonsrenten. Den 10-årige statsobligasjonsrenten per 30.12.2020 var 0,96% og er dermed den renten vi har valgt å bruke som risikofri rente i denne verdsettelsen (Norges Bank, u.å.).

5.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie utgjør forskjellen mellom markedets forventede avkastning og risikofri rente, og sier noe om hvilken avkastning en investor vil kreve for å ta på seg risiko i stedet for å ta på seg et risikofritt lån.

PWC har gjort undersøkelser i samarbeid med NFF for å finne størrelsen på markedets risikopremie (PWC, 2020). Undersøkelsen som ble gjennomført desember 2019 konkluderte med at markedets risikopremie er uendret siste årene. Siden 2015 har denne vært på 5%. Markedets risikopremie settes derfor til 5%, basert på empiriske studier over tid og bransjestandard.

5.1.3 Beta

Betaverdien er et mål på hvor sensitiv aksjen antas å være med endringer i markedet. En betaverdi lik 1 viser at utviklingen i aksjen svinger like mange prosent som markedet. Beta som er større enn 1 betyr at aksjen svinger mer enn markedet målt i prosent. Det betyr at hvis en beta er 1,2 så vil aksjen være 20% mer volatil enn markedet. Mens dersom betaverdien er mindre enn 1 betyr det at aksjen svinger mindre, altså en beta på 0,8 gir en aksjepris som er 20% mindre volatil enn markedet. Aksjer med negativ beta er omvendt korrelert med markedets standard. Beta er et godt mål for å analysere kortsiktig risiko og volatilitet, men gir mindre mening på langsiktige investeringer da risikoen og volatiliteten er påvirket av andre faktorer som vekstrate og annen ny markedsinformasjon på lengre sikt.

Beta fastsettes ved å studere sammenlignbare selskaper/bransjer. Aswath Damodaran har studert beta-verdier for ulike bransjer i vestlige Europa. Dette er et stort datasett laget for Stern School of Business ved Universitetet i New York. Kilder fra dette datasettet er samlet fra Bloomberg, Morningstar, Capital IQ og Compustat (Damodaran, 2019).

TOMRA er eksponert for to type bransjeinndelinger i dette datasettet.

Vi observerer at selskapsbetaen i bransjen som er knyttet til “Environmental and waste services” ligger på 0,95, og er tatt utgangspunkt i 86 sammenliknbare selskaper. I tillegg observerer vi at bransjen “Metals and mining”, som er relevant for TOMRA sitt forretningsområde innen gruvedrift, har en selskapsbeta på 0,9 med også 86 selskaper som utgangspunkt. Ifølge denne kilden antas TOMRA å svinge nesten like mange prosent som markedet med en beta så tett opp til 1.

Selv om TOMRA er eksponert mot disse bransjene, gjør vi selv egne forutsetninger om at TOMRA er enda mindre volatil enn markedet. Argumentene som taler for en nedjustering av betaverdien er at TOMRA ikke representerer disse to nevnte bransjene til det fulle, men at TOMRA også kan passe inn i andre bransjekategorier som ikke eksplisitt er tatt med i Damodarans betaberegninger, for eksempel industrielt maskineri. I tillegg har TOMRA en solid posisjon i markedet, og derfor ikke er representativt å bruke et snitt av 86 ulike selskaper, da TOMRA potensielt kunne vært et unikt tilfelle i hver bransjekategori. Som følge av denne argumentasjonen så forutsetter vi at en beta på 0,7 representerer et rimelig betaestimat for virksomheten til TOMRA, og denne betaverdien vil bli brukt videre i verdsettelsen av TOMRA.

5.1.4 CAPM for TOMRA

Ved å benytte de oppgitte verdiene for risikofri rente, markedets risikopremie og selskapsbeta, er det mulig å beregne TOMRA sitt avkastningskrav til egenkapitalen.

$$(5.2) \text{ CAPM} = 0,96\% + 0,7 * 5\% = 4,5\%$$

Vi har beregnet at avkastningskravet til egenkapitalen, R_e , er 4,5%, og vi vil benytte dette avkastningskravet videre i beregningene til totalavkastningskravet.

5.2 WACC

Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC - Weighted Average Cost of Capital), gir oss avkastningskravet som tilfredsstillende både eiere, kreditorer og andre investorer. WACC tar i betraktning både andelen av selskapet som er finansiert med egenkapital og andelen finansiert av kreditorer. WACC er derfor en vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad, med en avkastning lik det en kan forvente å motta ved å investere kapital i et alternativt prosjekt med lik risiko. WACC tar også hensyn til skatteletten man får ved rentekostnader.

$$(5.3) WACC = Re * \frac{EK}{TK} + Rg * \frac{G}{TK} * (1 - s)$$

Re = Avkastning på egenkapital

$\frac{EK}{TK}$ = Andel egenkapital av totalkapital (egenkapital + gjeld)

Rg = Kostnad på gjeld

$\frac{G}{TK}$ = Andel gjeld av totalkapital (egenkapital + gjeld)

s = skattesats

Skattesatsen er satt til 22%, som er standard bruk i Norge.

Når vi beregner totalavkastningskravet er det viktig å se på hvor stor andelen av bedriften som er finansiert med egenkapital og gjeld. Vi vet fra kapittel 4.3.1 at selskapets egenkapitalandel per 2020 er 50,9%. Dermed er selskapets gjeldsandel resterende 49,1%.

Ved beregning av CAPM vet vi hvilken avkastning eierne krever for sine investeringer, 4,5%. Avkastningen kreditorene forventer finner man ved å dele rentekostnadene på den totale gjelden til bedriften. Rentekostnadene til TOMRA i 2020 var 54 millioner kroner, og den totale gjelden per 2020 var 5,4 milliarder kroner. Dermed blir gjeldskostnaden 1,0%. Det foreligger slik at lånerenten, eller gjeldskostnaden, til et selskap er alltid lavere enn avkastningskravet til egenkapitalen (Brealey, 2017. s. 229). En gjeldskostnad 1,0% tilfredsstillende forholdet mellom egenkapitalavkastningskravet og gjeldskostnaden.

Ved å benytte verdiene for avkastningskrav til egenkapital, egenkapitalandel, gjeldsandel, lånekostnad og skattesats så kan man beregne TOMRA sitt avkastningskrav til totalkapital.

$$(5.4) WACC = 4,5\% * 50,9\% + 1,0\% * 49,1\% * (1 - 22\%) = 2,68\%$$

TOMRA sitt avkastningskrav til totalkapitalen er beregnet til 2,68%, og vil bli benyttet videre for å diskontere fremtidige kontantstrømmer for selskapet.

Del 6 - Prognose av fremtidige kontantstrømmer

Fri kontantstrøm er den kontantstrøm som et selskap genererer over drift, fratrukket investeringer/CAPEX nødvendig for å generere denne kontantstrømmen. Det er med andre ord de kontanter som er tilgjengelig til långivere og eiere etter driftsutbetalinger og investeringer.

For å estimere fremtidige kontantstrømmer finner vi det hensiktsmessig å benytte oss av den gjennomsnittlige endringen i de historiske tallene fra 2016 til 2020. For å finne den fremtidige verdien av TOMRA benytter vi oss av de neddiskonterte estimatene for frie kontantstrømmer fra perioden 2021 til 2025.

Frie kontantstrømmer indikerer hvor mye en virksomhet har til overs etter å ha justert for driftskostnader, samt kostnader knyttet til investeringer. Med andre ord er de frie kontantstrømmene pengene virksomheten har tilgjengelig til å tilbakebetale kreditorer, og betale utbytte til investorer (Fernando og Kindness, 2021).

Alle tall er oppgitt i 1000 NOK.

6.1 Driftsinntekter

Tabell 6.1.1 viser en oversikt over TOMRA sine historiske driftsinntekter i perioden 2015 til 2020. Disse tallene er videre blitt brukt for å kunne beregne en gjennomsnittlig vekst i perioden fra 2016 til 2020. Denne beregnede veksten blir brukt som et verktøy for å illustrere hvordan inntektene vil kunne utvikle seg over tid.

Input	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Inntekter (i 1000 NOK)						
Tomra Collection						
Solution	3,803,000	4,065,000	3,871,000	4,265,000	4,633,000	4,936,000
Tomra Sorting						
Solution	2,340,000	2,545,000	3,561,000	4,331,000	4,713,000	5,005,000
Totalt inntekter	6,143,000	6,610,000	7,432,000	8,596,000	9,346,000	9,941,000
% vekst		7.60%	12.44%	15.66%	8.72%	6.37%
Gjennomsnitt	10.16%					

Tabell 6.1.1 Driftsinntekter 2015-2020

Av tabell 6.1.2 ser vi at den gjennomsnittlige prosentvise veksten fra 2016 til 2020 er estimert til en verdi på 10,16%. Det er likevel verdt å nevne at inntektsveksten frem til nå har vært stabil, og det vil derfor være lite sannsynlig at veksten er lik gjennomsnittet. Faktorer som blant annet økende fokus på bærekraft og reduksjon av miljøgifter, vil kunne indikere en økning i inntekter frem i tid. Gjennomsnittet satt her vil dermed kun fungere som et veiledende estimat.

Input	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Inntekter (i 1000 NOK)						
Totale inntekter	9,941,000	10,950,831	12,063,242	13,288,656	14,638,549	16,125,568
% vekst	6.37%	10.16%	10.16%	10.16%	10.16%	10.16%

Tabell 6.1.2 Prognose av driftsinntekter 2020-2025

6.2 Driftskostnader

Historiske driftskostnadene viser hvordan driftskostnadene har endret seg de siste årene, og tabell 6.2.1 viser en oversikt over denne utviklingen. I dette tilfellet har vi sett på hvor stor andel av inntektene driftskostnadene utgjør, og benyttet oss av gjennomsnittet av dette til å estimere de fremtidige driftskostnadene.

Input	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftskostnader (i 1000 NOK)						
Varekostnader	2,749,000	2,829,000	3,243,000	3,614,000	3,626,000	3,829,000
Lønnsrelaterte kostnader	1,666,000	1,847,000	2,198,000	2,564,000	2,966,000	3,265,000
Andre driftskostnader	534,000	603,000	701,000	887,000	806,000	680,000
Totale kostnader	4,949,000	5,279,000	6,142,000	7,065,000	7,398,000	7,774,000
% andel av inntekt	80.56%	79.86%	82.64%	82.19%	79.16%	78.20%

Tabell 6.2.1 Driftskostnader 2015-2020

De historiske tallene viser en relativ stabil økning i driftskostnadene fra perioden 2016 til 2020, med en gjennomsnittlig vekst på 80,41%. Ut fra tabell 6.2.2 kan vi se at varekostnaden utgjør den største andelen av driftskostnadene, med 49% i år 2020. Den beregnede veksten vil videre brukes for å utarbeide en prognose for fremtidig utvikling av driftskostnadene.

Input	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Totale kostnader (i 1000 NOK)						
Totale driftskostnader	7,774,000	8,805,653	9,700,152	10,685,517	11,770,978	12,966,702
% andel av inntekt	78.20%	80.41%	80.41%	80.41%	80.41%	80.41%

Tabell 6.2.2 Prognose av driftskostnader 2020-2025

6.3 Skatt

På nåværende tidspunkt er skattenivået på 22% (Skatteetaten, u.å.), og vi forutsetter at den vil holdes stabilt på dette nivået ved estimering av fremtidige kontantstrømmer.

6.4 Avskrivninger

Ettersom de historiske nedskrivningene har hatt en verdi på 0 fra perioden 2015 til 2020, forutsetter vi at den vil forbli slik i de fremtidige årene. For å kunne beregne den prosentvise veksten i avskrivningene forsøkte vi først å se på en prosentvis andel av driftsinntektene. Dette ga imidlertid er for lavt estimat etter vår vurdering, slik at vi heller valgte å ta utgangspunkt i en prosentvis vekst fra hvert foregående år. Tabell 6.4.1 gir en oversikt over de nevnte beregningene.

Input	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Verdijusteringer (i 1000 NOK)						
Avskrivning	303,000	343,000	374,000	453,000	772,000	867,000
Nedskrivninger	0	0	0	0	0	0
Totale verdijusteringer	303,000	343,000	374,000	453,000	772,000	867,000
% vekst		13.20%	9.04%	21.12%	70.42%	12.31%
Gjennomsnitt	25.22%					

Tabell 6.4.1 Avskrivninger 2015-2020

Ut ifra denne metoden, som vist i tabell 6.4.2, kommer vi frem til en prosentvis vekst i avskrivningene på 25.22%. Vi ser imidlertid fra de historiske tallene at veksten i avskrivningene varierer en del fra år til år, slik at et eksakt estimat vil være noe vanskelig.

Input	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Verdijusteringer (i 1000 NOK)						
Totale verdijusteringer	1,085,635	1,359,405	1,702,213	2,131,468	2,668,970	3,342,017
% vekst	25.22%	25.22%	25.22%	25.22%	25.22%	25.22%

Tabell 6.4.2 Prognose av avskrivninger 2020-2025

6.5 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, der en positiv arbeidskapital illustrerer hvor stor andel av omløpsmidlene som er finansiert med langsiktig gjeld eller egenkapital mens en negativ arbeidskapital tilsier at deler av anleggsmidlene er finansiert av kortsiktig gjeld.

For å kunne beregne fremtidig endring i arbeidskapitalen, må vi estimere endringen i kundefordringer, varelager og leverandørgjeld fra perioden 2016 til 2020.

6.5.1 Kundefordring

Tabell 6.5.1.1 viser en oversikt over historiske tall over TOMRA sine kundefordringer, samt hvor stor prosentandel disse utgjør av de totale inntektene fra driften.

Input	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Kundefordringer (i 1000 NOK)						
Kundefordringer	1,363,000	1,321,000	1,469,000	1,514,000	1,511,000	1,573,738
% andel av inntekt	22.19%	19.98%	19.77%	17.61%	16.17%	15.83%
Gjennomsnitt	17.87%					

Tabell 6.5.1.1 Kundefordringer 2015-2020

De fremtidige estimatene av kundefordringer er kalkulert ved å se på hvor stor andel av driftsinntektene de historiske kundefordringene utgjør, noe som har gitt oss et gjennomsnitt vi har benyttet oss av for prognoser for fremtiden. Gjennomsnittet vi har benyttet oss av er 17.87%, som vist i tabell 6.5.1.2.

Input	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Kundefordringer (i 1000 NOK)						
Kundefordringer	1,573,738	1,855,002	2,155,984	2,374,994	2,616,252	2,882,017
% andel av inntekt	15.83%	17.87%	17.87%	17.87%	17.87%	17.87%

Tabell 6.5.1.2 Prognose av kundefordringer 2020-2025

Ved å benytte oss av gjennomsnittlig andel av inntekt på 17.87%, ser vi at prognosen tilsier en stabil vekst i kundefordringer i tiden fremover. Basert på den jevne økningen fra 2015, anser vi denne veksten som rimelig.

6.5.2 Varelager

Som vist i tabell 6.5.2.1 er de fremtidige estimatene av varelageret kalkulert på samme måte som kundefordringene, men med utgangspunkt i hvor stor andel varelageret utgjør av varekostnadene.

Input	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Varelager (i 1000 NOK)						
Varelager	1,209,000	1,127,000	1,197,000	1,448,000	1,596,000	1,492,000
% andel av varekostnad	43.98%	39.84%	36.91%	40.07%	44.02%	38.97%
Gjennomsnitt	39.96%					

Tabell 6.5.2.1 Varelager, andel av varekostnad, 2015-2020

Kostnadene fra varelageret er estimert å utgjøre 39.96% av de totale varekostnadene, og brukes videre for å estimere de fremtidige varekostnadene.

Input	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Varelager (i 1000 NOK)						
Varelager	1,492,000	1,801,104	1,984,065	2,185,611	2,407,630	2,652,203
% andel av varekostnad	38.97%	39.96%	39.96%	39.96%	39.96%	39.96%

Tabell 6.5.2.2 Varelager, andel av varekostnad, 2020-2025

Tabell 6.5.2.1 viser estimeringen av fremtidig prognose av varelageret frem til 2025 basert på en gjennomsnittsvekst på 39.96%.

Vi velger å gjøre samme estimering av fremtidig prognose med varelagerets prosentandel av de totale kostnadene, slik som tabell 6.5.2.3 viser, for å kontrollsjekke om det er differanser i de estimerte verdiene.

Input	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Varelager (i 1000 NOK)						
Varelager	1,209,000	1,127,000	1,197,000	1,448,000	1,596,000	1,492,000
% andel av total driftskostnad	24.43%	21.35%	19.49%	20.50%	21.57%	19.19%
Gjennomsnitt	20.42%					

Tabell 6.5.2.3 Varelager, andel av driftskostnad, 2015-2020

Her benytter vi oss av gjennomsnittet på 20.42%, for å beregne fremtidige varekostnader.

Input	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Varelager (i 1000 NOK)						
Varelager	1,492,000	1,798,088	1,980,742	2,181,950	2,403,598	2,647,761
% andel av total driftskostnad	19.19%	20.42%	20.42%	20.42%	20.42%	20.42%

Tabell 6.5.2.4 Prognose av varelager, andel av driftskostnad, 2020-2025

Som det fremkommer av prognosene for varelageret (tabell 6.5.2.4), er summen noenlunde lik uavhengig av om vi benytter oss av prosentandel varekostnad eller prosentandel driftskostnad for å beregne fremtidige prognoser for varelageret. Vi velger derfor å benytte oss av prosentvis andel av varekostnaden, og kan konkludere med at det vil kunne forekomme en jevn vekst i varelageret frem i tid.

6.5.3 Leverandørgjeld

Fremtidig leverandørgjeld er kalkulert på samme måte som varelageret, jf. avsnitt 6.4.2.

Tabell 6.5.3.1 viser en oversikt over historiske tall over leverandørgjelden, samt et estimat av gjennomsnittlig fremtidig vekst.

Input	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Leverandørgjeld (i 1000 NOK)						
Leverandørgjeld	499,000	440,000	553,000	629,000	502,000	553,000
% andel av varekostnad	18.15%	15.55%	17.05%	17.40%	13.84%	14.44%
Gjennomsnitt	15.66%					

Tabell 6.5.3.1 Leverandørgjeld, andel av varekostnad, 2015-2020

Gjennomsnittet benyttet her er 15.66%. Tabell 6.5.3.2 viser en relativ stabil endring i leverandørgjelden, slik at den gjennomsnittlige vekstraten er å anse som et rimelig estimat.

Input	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Leverandørgjeld (i 1000 NOK)						
Leverandørgjeld	553,000	705,788	777,484	856,463	943,464	1,039,304
% andel av varekostnad	14.51%	15.66%	15.66%	15.66%	15.66%	15.66%

Tabell 6.5.3.2 Prognose av leverandørgjeld, andel av varekostnad, 2020-2025

I likhet med prognosene for varelageret har vi også ved estimeringen av leverandørgjeld valgt å kontrollere beregningene ved å regne ut fremtidig leverandørgjelden ut ifra prosentandel totale driftskostnader (tabell 6.5.3.3).

Input	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Leverandørgjeld (i 1000 NOK)						
Leverandørgjeld	499,000	440,000	553,000	629,000	502,000	553,000
% andel av totale driftskostnader	18.15%	15.55%	17.05%	17.40%	13.84%	14.44%
Gjennomsnitt	15.66%					

Tabell 6.5.3.3 Leverandørgjeld, andel av driftskostnad, 2015-2020

Input	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Leverandørgjeld (i 1000 NOK)						
Leverandørgjeld	553,000	706,929	778,740	857,846	944,988	1,040,983
% andel av totale driftskostnader	7.11%	8.03%	8.03%	8.03%	8.03%	8.03%

Tabell 6.5.3.4 Prognose av leverandørgjeld, andel av driftskostnad, 2020-2025

Som vist i tabell 6.5.3.4 blir prognosene av leverandørgjelden, på lik linje som ved estimeringen av varelageret, nokså like både da vi benyttet oss av prosentandel varekostnader og totale driftskostnader. På bakgrunn av dette velger vi å benytte oss av prosentandelen varekostnad, noe som gir en gjennomsnittlig vekstrate på 15.66%. Dette legger frem en jevn vekst i leverandørgjelden som tilsvarer den jevne økningen i de øvrige postene innenfor arbeidskapitalen.

6.5.4 Oversikt Arbeidskapital

Ved å ta i bruk parameterne over, ser vi i vårt tilfelle av tabell 6.5.4.1 at arbeidskapitalen er positiv. Dette tilsier at deler av TOMRAs omløpsmidler er finansiert av langsiktig gjeld eller egenkapital. I regnskapsanalyser ansees ofte en arbeidskapital mellom 10 og 15% av omsetningen som fordelaktig (Stenstad, 2014). I vårt tilfelle ser vi at arbeidskapitalen er positiv, varierende mellom 2 og i underkant av 4 milliarder kroner. Dette utgjør i underkant av 30% av TOMRAs omsetning.

Input	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Arbeidskapital (i 1000 NOK)						
Arbeidskapital	2,073,000	2,008,000	2,113,000	2,333,000	2,605,000	2,512,738
Endring arbeidskapital		-65,000	105,000	220,000	272,000	-92,262
% andel av inntekt		30.38%	28.43%	27.14%	27.87%	25.28%

Tabell 6.5.4.1 Oversikt arbeidskapital, 2015-2020

Input	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Arbeidskapital (i 1000 NOK)						
Arbeidskapital	2,515,738	2,950,235	3,362,473	3,704,041	4,080,307	4,494,794
Endring arbeidskapital	-92,262	437,479	412,238	341,568	376,265	414,487

Tabell 6.5.4.2 Prognose av oversikt arbeidskapital, 2020-2025

Da arbeidskapitalen innebærer både kundefordringer, varelager og leverandørgjeld, der det under alle postene er beregnet en jevn vekst frem i tid, anser vi dermed også denne forutsette økningen i arbeidskapitalen som realistisk. Vi ser dog en liten nedgang i arbeidskapitalen i

2020 (tabell 6.5.4.2), som kan forklares av nedgangen i varelageret fra 2019 til 2020. Det kommer frem at varelageret går fra å utgjøre 44.02% av varekostnadene til å utgjøre 39.96% av varekostnadene, noe som utgjør en nedgang i varelageret på 9.22%.

6.6 Investeringer

Det som gjenstår for å kunne beregne TOMRA sin selskapsverdi er å finne investeringsraten. Vi velger å benytte oss av endringen i anleggsmidler pluss avskrivninger historisk, og se på denne gjennomsnittlige andelen over fem år av kontantstrømmen for å estimere fremtidige investeringer hos TOMRA. Tabell 6.6.1 viser en oversikt over vår beregning av TOMRA sine investeringer i perioden 2016 til 2020, samt gjennomsnittlig fremtidig vekst.

Input	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Investeringer (i 1000 NOK)						
Investeringer		192,000	1,240,000	1,130,000	1,860,000	913,000
% andel av kontantstrøm		16.86%	129.71%	106.91%	132.48%	45.94%
Snitt	86.38%					

Tabell 6.6.1 Investeringer, 2015-2020

Input	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Investeringer (i 1000 NOK)						
Investeringer	913,000	1,273,719	1,494,380	1,782,302	2,012,065	2,277,453
% andel av kontantstrøm	45.94%	86.38%	86.38%	86.38%	86.38%	86.38%

Tabell 6.6.2 Prognose av investeringer, 2015-2020

Vi ser av prognosen av tabell 6.6.2 at den gjennomsnittlige investeringsraten er estimert til å være på 86.38%. Dette er en forholdsvis høy investeringsrate, men anses som rimelig ettersom vi forventer en tilsvarende jevn vekst av selskapet.

6.7 Estimering av frie kontantstrømmer

Vi kan nå sette opp fri kontantstrøm, som er den kontantstrøm som et selskap genererer over drift, fratrukket investeringer nødvendig for å generere denne kontantstrømmen. Tabell 6.7 viser oversikten over våre beregninger av TOMRA sin frie kontantstrøm frem til 2025.

Fri kontantstrøm	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Sum driftsinntekter	9,346,000	9,941,000	10,950,831	12,063,242	13,288,656	14,638,549	16,125,568
Sum driftskostnader	7,398,000	7,774,000	8,805,653	9,700,153	10,685,518	11,770,978	12,966,703
EBITDA	1,948,000	2,167,000	2,145,177	2,363,090	2,603,138	2,867,571	3,158,866
Avskrivning varige driftsmidler/im. eiend.	772,000	867,000	1,085,635	1,359,405	1,702,213	2,131,468	2,668,970
EBIT	1,176,000	1,300,000	1,059,542	1,003,684	900,925	736,103	489,896
Skatt (22 %)	272,000	286,000	233,099	220,811	198,204	161,943	107,777
Avskrivninger	772,000	867,000	1,085,635	1,359,405	1,702,213	2,131,468	2,668,970
Endring i arbeidskapital	272,000	-92,262	437,497	412,238	341,577	376,265	414,487
Kontantstrøm fra drift	1,404,000	1,973,262	1,474,581	1,730,041	2,063,357	2,329,363	2,636,601
Investeringer	1,860,000	913,000	1,273,719	1,494,380	1,783,639	2,012,065	2,277,453
Fri kontantstrøm	-456,000	1,060,262	200,862	235,660	279,718	317,298	359,149

Tabell 6.7 Estimering av frie kontantstrømmer

Del 7 - Verdsettelse etter DCF-modellen

Neddiskontert kontantstrøm (DCF) er en verddivurderingsmetode som benyttes for å estimere verdi basert på fremtidig kontantstrøm. Det er den inntjeningsbaserte tilnærmingen som estimerer en verdi av selskapet basert på neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer, og reflekterer den verdien virksomheten kan forrente over tid med et valgt avkastningskrav.

Metoden er basert på estimering av forventede fremtidige kontantstrømmer for en gitt periode (budsjettperiode, eksplisitt periode) i nominelle størrelser, neddiskontert med et nominelt avkastningskrav for å finne netto nåverdi av kontantstrømmene.

Som et estimat på fremtidig kontantstrøm etter den eksplisitte perioden beregnes en terminalverdi basert på en forutsetning om fremtidig vekst. Denne terminalverdien neddiskonteres på samme måte som kontantstrømmene i den eksplisitte perioden.

7.1 Verdsettelse

Verdiberegning DCF	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Fri kontantstrøm	-456,000	1,060,262	200,862	235,660	281,065	317,298	359,149
Diskonteringsstid		0	1	2	3	4	5
Diskonteringsfaktor		1.0000	1.0268	1.0542	1.0825	1.1114	1.1412
Vekst i terminalledet		2.00%					
Nåverdi av fri kontantstrøm		2,339,289,930					
Nåverdi av terminalledet		47,477,670,138					
Selskapsverdi		49,816,960,068					
Rentebærende gjeld		5,385,000,000					
Verdi egenkapital		44,431,960,068					
Antall aksjer		148,020,078					
Verdi per aksje		300.18					

Tabell 7.1 Verdsettelse etter DCF

Selskapsverdien (Enterprise Value) fremkommer etter dette som summen av netto nåverdi av kontantstrømmer i eksplisitt periode og terminalverdi. Vi ser av tabell 7.1 at nåverdien av prognoseperioden for TOMRA er 2,3 milliarder kr. og terminalverdien 47,5 milliarder kr. TOMRA sin selskapsverdi blir dermed 49,8 milliarder kr.

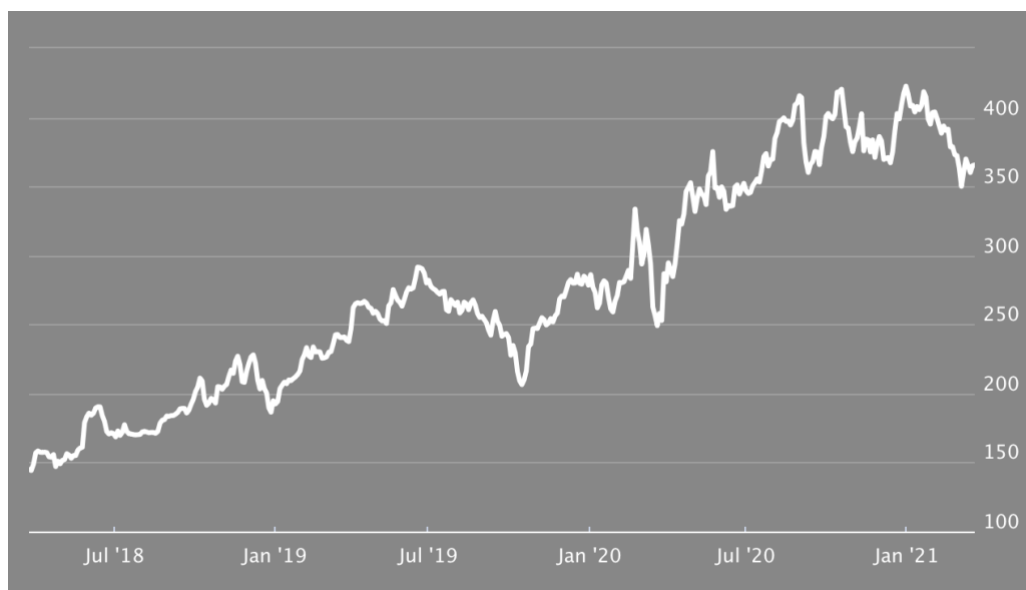
Egenkapitalverdien (Equity Value) beregnes deretter ved å justere for finansiell gjeld. TOMRA sin rentebærende gjeld er 5,4 milliarder kr som trekkes fra selskapsverdien. Vi sitter da igjen med TOMRA sin egenkapitalverdi på 44,4 milliarder kroner. TOMRA har 148 millioner aksjer utestående (E24, u.å.), som betyr at verdi per aksje er 300,18 kr.

Til sammenligning var selskapsverdien til TOMRA den 31.12 på 417 kr, noe som er betydelig høyere enn verdien vi har estimert i vår DCF-modell. I tillegg har aksjekursen store deler av 2020 befunnet seg over 300 kr (E24, u.å.). Et såpass stort avvik i selskapsverdien kan begrunnes med en potensiell overprising av TOMRAs aksje, noe som også er lagt frem av ulike analytikere de siste årene.

7.2 Diskusjon

Som Norges første børsnoterte miljøselvskap, vil TOMRAs aksje kunne klassifiseres som en grønn aksje. Med tanke på Environmental, Social and Corporate Governance (ESG) kriteriene som i stor grad dominerer dagens næringsliv, samt TOMRAs fokus på bærekraftighet, vil man derfor kunne tenke seg at aksjeprisen i stor grad reflekteres av ESG bevisste investorer. Den kraftige veksten av miljøbevisste selskaper, og deres respektive aksjepris, gjør at man kan trekke likheter mellom nåtidens aksjemarked og Dotcom boblen på tidlig 2000-tallet (Alexandersen, 2020).

Flere analytikere har som tidligere nevnt den siste tiden lagt frem deres bekymring over TOMRAs skyhøye aksjepris det siste året, som et tegn på at man som investor befinner seg i en boble. Som illustrert i figur 7.2 under, fremkommer det en relativt bratt vekstkurve for aksjekursen fra juli 2018 til januar 2021. Den nylig publiserte kvartalsrapporten fra 2021 viser i tillegg til rekordhøye tall, samt en artikkel av Finansavisen fra 2020 legger frem den økte shorteinteressen blant investorer når det kommer til TOMRA-aksjen (Randstrand, 2020). NHH professor Ola Grytten har også lagt frem sine tanker rundt denne påståtte grønne boblen, der overprising av såkalte grønne aksjer presiseres (Lorch-Falch og Sættem, 2020).



Figur 7.2 Aksjepris TOMRA, kilde: E24

Til tross for den solide økningen i aksjekursen den siste tiden, vil man også kunne argumentere for at TOMRAs aksjer ikke befinner seg i en boble. Analytiker Erik Løvstad hevder at prisøkningen til TOMRA kan forsvares, og begrunner dette i de mange mulighetene både for sortering og gjenvinningselementet. I tillegg til utsikter for nye pantemarkeder for selskapet, både innenfor og utenfor EU. Videre avviser han påstandene om en potensiell grønn boble, da han mener at TOMRA gjennom sin godt etablerte posisjon i markedet har utvist en unik markedsposisjon, teknologi og ledelse, som har gjort dem til en verdensledende aktør innenfor sine forretningsområder (Alexandersen, 2020).

Videre kan man benytte seg av Efficient Market Hypothesis (EMH) (Fama, 1977) til å bygge opp under påstanden om at TOMRA sin prisøkning ikke er en boble. Ifølge Fama og hans EMH finnes det ikke bobler, og det blir lagt frem at store endringer av priser i markedet kun er et resultat av hva investorer faktisk er villige til å betale. Det at investorer for øyeblikket er ESG bevisste, og mest sannsynlig vil være dette i nær fremtid, vil man derfor kunne argumentere for at denne bevisstheten gjør at investorer er villige til å betale den gitte prisen. Basert på dette vil det kunne antyde at prisøkningen dermed ikke kan kalles en boble. Dette bygger videre under Løvstad sine tanker rundt TOMRAs mange muligheter.

EMH er imidlertid svært omstridt, og da flere analytikere har funnet en rekke likheter mellom nåtidens marked for såkalte grønne aksjer og Dotcom boblen for noen år tilbake vil ikke muligheten for en boble kunne avskrives. Gitt den økende aksjekursen av TOMRAs aksjer,

og spesielt den høye kursen mot slutten av 2020, er det mye som tyder på en grønn boble. Dette, i tandem med likhetstrekk mellom Dotcom boblen og markedet for grønne aksjer, har resultert i en økende usikkerhet rundt hvor stabil aksjemarkedet for ESG bevisste selskaper er. Med den svingende aksjekursen TOMRAs aksje har vært utsatt for den siste tiden, fremkommer det via diverse rapporter en bekymring blant analytikere over hvorvidt den nåværende aksjekursen faktisk er den riktige aksjeprisen. Det fremkommer blant annet av en artikkel fra Finansavisen at kun én av syv analytikere vil anbefale kjøp av TOMRA-aksjer i starten av 2021 (Jacobsen, 2021). Det bør likevel nevnes at dersom markedet faktisk befinner seg i en grønn boble, vil denne boblen, til tross for sine likheter med Dotcom boblen, kunne klassifiseres som mer bærekraftig. Dette grunnet at innovasjonsraten er svært høy. Det mer bærekraftige aspektet vil dermed kunne tilsi at dersom markedet befinner seg i en boble, vil denne kunne vare en god stund fremover. Til tross for en noenlunde stabilitet sånn sett vil ikke svingningene i verdien per aksje hos TOMRA kunne bli redusert, og det vil likevel være store usikkerheter rundt hvordan verdien kommer til å utarte seg fremover noe som bringer med seg en stor risiko for investorer.

På bakgrunn av tallene som har kommet frem i denne verdsettelsen, samt funn av en rekke analytikere den siste tiden, mener vi det er grunnlag for å tro at TOMRAs aksje i skrivende stund er overpriset. Vi mener derfor at verdien vi har funnet via vår DCF vurdering i større grad reflekterer den faktiske prisen på TOMRA sine aksjer.

Del 8 - Markedsbasert verdsettelse

Det er også mulig å benytte seg av en markedsorientert tilnærming til verdivurderingsmetode. Markedsbasert verdsettelse går ut på å verdsette et selskap basert på sammenligning av hvordan lignende selskaper verdsettes av markedet.

For å finne en estimert markedsbasert verdi, brukes multipler for å sammenligne selskaper. Vi brukes "Price to Earnings", "Price to Book", "Enterprise Value to EBIT" and "Enterprise Value to Sales" for å finne en estimert aksjeverdi for TOMRA.

8.1 Sammenlignbare selskaper

I en komparativ analyse brukes multipler til å sammenligne selskaper. På denne måten kan man også komme frem til en verdi på selskapet. Lignende selskaper sammenlignet med TOMRA vil være selskaper innen pant og sorteringsløsninger, samt selskaper som produserer automater i ulike bruksområder. Det er få konkurrenter av TOMRA i Norge, men det finnes flere relevante internasjonale selskaper. De internasjonale virksomhetene innenfor TOMRAS bransje er skandinaviske RVM systems som leverer panteautomater, Bühler Sortex som leverer sorteringsløsninger for mange ulike industrier, amerikanske Key Technology som leverer maskiner og sorteringsløsninger til matindustrien, kinesiske Hefei Meyer som leverer smart sorteringsløsning og nederlandske Envipco leverer panteautomater.

Uansett at det finnes konkurrerende selskaper rundt om i verden innen TOMRA sin bransje, så er det nødvendigvis ikke grunnlag nok til godt verdiesimat. RVM systems er ikke børsnotert og dermed ikke mulig å finne markedsverdi. Envipco er et selskap med underskudd og negativ egenkapital og får dermed negative multipler. En komparativ verdsettelse av TOMRA er dermed en uegnet verdsettelsesteknikk. Vi har derfor valgt å bruke Damodaran Online for å se på generelle multipler i bransjen i sin helhet.

8.2 Price to Earnings (P/E)

Price to Earnings viser forholdet mellom en bedrifts markedsverdi og årsresultat, og evaluerer selskapets aksjeverdi relativt til deres resultat per aksje.

$$P/E = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Resultat pr. aksje}} = \frac{\text{Markedsverdi}}{\text{Årsresultat}}$$

Vi har hentet ut P/E for TOMRA i Thomson Reuters Eikon, og for bransjen generelt er P/E hentet fra Damodaran Online.

Selskaper	Price/Earnings
TOMRA	2019: 50,02
	2020: 80,50
	LTM: 68,02
Bransje: Environmental & Waste Services	34,58

Tabell 8.2 Price/Earnings

Vi ser av tabell 8.2 at TOMRA har en P/E-multippel på 80,50 i 2020. I følge Damodaran sin datakilde så har selskaper innen bransjen Miljø og avfallshåndtering i snitt en P/E-multippel på 34,58. TOMRA ligger derfor betydelig over normalen.

8.3 Enterprise Value to Earnings before Interest, Taxes, Depreciations and Amortizations (EV/EBITDA)

EV/EBITDA er en mye brukt multippel ved verdivurdering av selskaper. Multippelen vil gi et bilde om en aksje er underpriset eller overpriset sammenlignet med andre tilsvarende selskaper. EV står for Enterprise value - selskapsverdi, og EBITDA er et engelsk ord for earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations - driftsresultat før av- og nedskrivninger, skatt og finansielle poster, og multippelen sier noe om verdien av driften i selskapet.

EV/EBITDA defineres som markedsverdien av sysselsatt kapital dividert med driftsresultatet før avskrivninger. Dersom TOMRA og de sammenlignbare selskapene er ulike i avskrivninger og investeringer over tid så er EV/EBITDA også en god multippel å bruke da den ser kun på verdien av driften før avskrivningene er regnet med.

Vi har brukt Thomson Reuters Eikon for å finne EV/EBITDA-multippelen og Damodaran Online for å finne bransjesnittet på multippelen.

Selskaper	EV/EBITDA
	2019: 23,14 2020: 29,78 LTM: 31,87
TOMRA	
Bransje: Environmental & Waste Services	16,01

Tabell 8.3 EV/EBITDA

TOMRA sin EV/EBITDA-multippel er på 29,78 i 2020, som vist i tabell 8.3. I følge Damodaran Online er bransjesnittet en multippel på 16,01. TOMRA ligger derfor betydelig over snittet. Ved egne beregninger av EV/EBITDA i vår verdsettelse, har TOMRA 28,44. Det betyr at våre beregninger stemmer godt med Eikon-databasen.

8.4 Enterprise Value to Earnings before Interest and Tax (EV/EBIT)

EV/EBIT er også en mye brukt multippel ved verdivurdering av selskaper. EBIT er et engelsk ord for earnings before interests and taxes - driftsresultat.

EV/EBIT defineres som markedsverdien av sysselsatt kapital dividert med driftsresultatet. Avskrivningene hos TOMRA er jevnt stigende over tid. Dersom vi antar at de sammenlignbare selskapene også har forholdsvis lik trend og utvikling i avskrivninger, så er denne multippelen god å bruke.

Multippeleanalyse	EV/EBIT
	2019: 38,68 2020: 49,63 LTM: 41,38
TOMRA	
Bransje: Environmental & Waste Services	27,6

Tabell 8.4 EV/EBIT

Som vist i tabell 8.4 har TOMRA en EV/EBIT-multippel på 49,63 i 2020. Sammenlignet med bransjesnittet på 27,62 er dette betydelig høyt. Ved egne beregninger av EV/EBIT i vår verdsettelse, har TOMRA 47,41. Det betyr at våre beregninger stemmer godt med Eikon-databasen.

8.5 Enterprise Value to Sales (EV/Sales)

EV/sales sier noe om hvor mange kroner av selskapsverdien som genereres av salg.

Multipelanalyse	EV/Sales
TOMRA	2019: 4,68
	2020: 6,49
	LTM: 5,41
Bransje: Environmental & Waste Services	3,34

Tabell 8.3 EV/Sales

Tabell 8.3 viser at TOMRA har en EV/Sales-multipel på 6,49 i 2020, mens snittet i bransjen er i følge Damodaran 3,34. TOMRA ligger derfor også her betydelig over bransjesnittet. EV/Sales i vår verdsettelse, har TOMRA 6,20. Det betyr at våre beregninger stemmer godt med Eikon-databasen.

8.6 Oppsummering av markedsbasert verdsettelse

TOMRA ligger jevnt over betydelig høyere enn bransjen generelt i alle sammenlignbare multipler. Snittverdiene i bransjen er basert på 86 sammenlignbare selskaper. I og med at vi vurderer TOMRA som et selskap som ikke et typisk gjennomsnittlig selskap, så ser vi det naturlig at TOMRA sine multipler ligger jevnt på et høyere nivå. Dette er også samme argumentasjon for tidligere valgt betaverdi.

Del 9 - Sensitivitetsanalyse og diskusjon

9.1 Sensitivitetsanalyse

Basert på den foreliggende prognosen av fremtidige kontantstrømmer estimerte vi en aksjeverdi på 300.18 kr, noe som er betydelig lavere enn den observerte verdien 31.12.2020. Ved utregning av TOMRAs aksjepris la vi til grunn en vekstrate på 2% og en WACC på 2.68%. Vi benytter oss her av en sensitivitetsanalyse for å kunne kartlegge ulike faktorer som kan påvirke selskapsverdien til TOMRA.

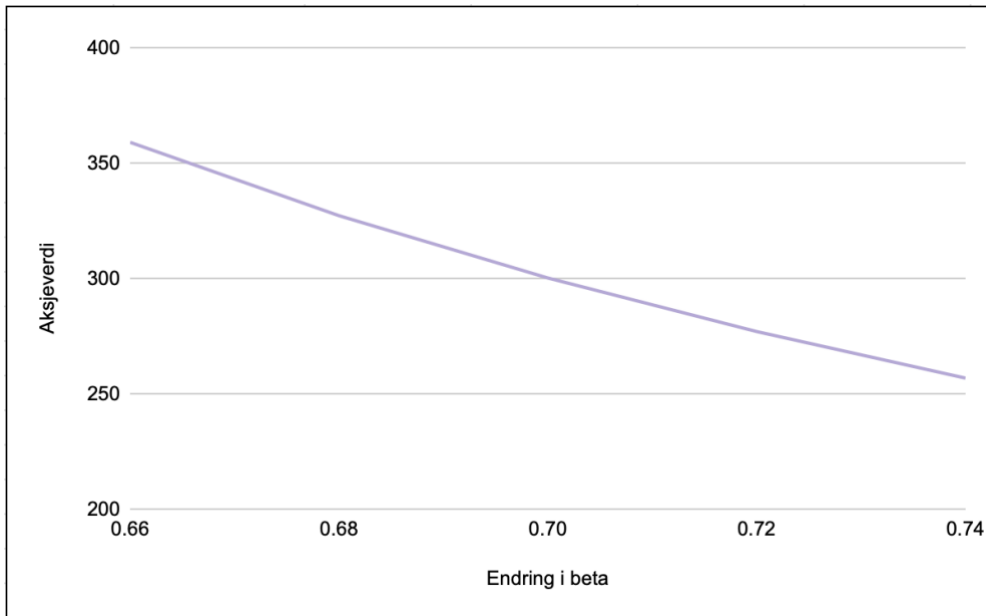
Først gjennomførte vi en sensitivitetsanalyse av selskapsverdien med endringer i vekstraten og WACC. Vi valgte en trinnvis endring i vekstraten og WACC på 0.1% både i positiv og negativ retning.

		Terminal Growth Rate				
		1,80%	1,90%	2,00%	2,10%	2,20%
WACC	2,88%	26 318 786 283	29 347 795 175	33 065 215 179	37 735 819 799	43 780 131 661
	2,78%	29 477 776 416	33 209 685 032	37 898 493 292	43 966 362 807	52 126 601 119
	2,68%	33 354 857 268	38 061 957 942	44 153 499 990	52 345 573 779	63 951 011 647
	2,58%	38 226 218 375	44 341 548 512	52 565 613 178	64 216 371 456	81 999 107 775
	2,48%	44 530 513 708	52 786 725 565	64 483 025 696	82 335 273 263	112 939 126 236

Tabell 9.1 Sensitivitetsanalyse

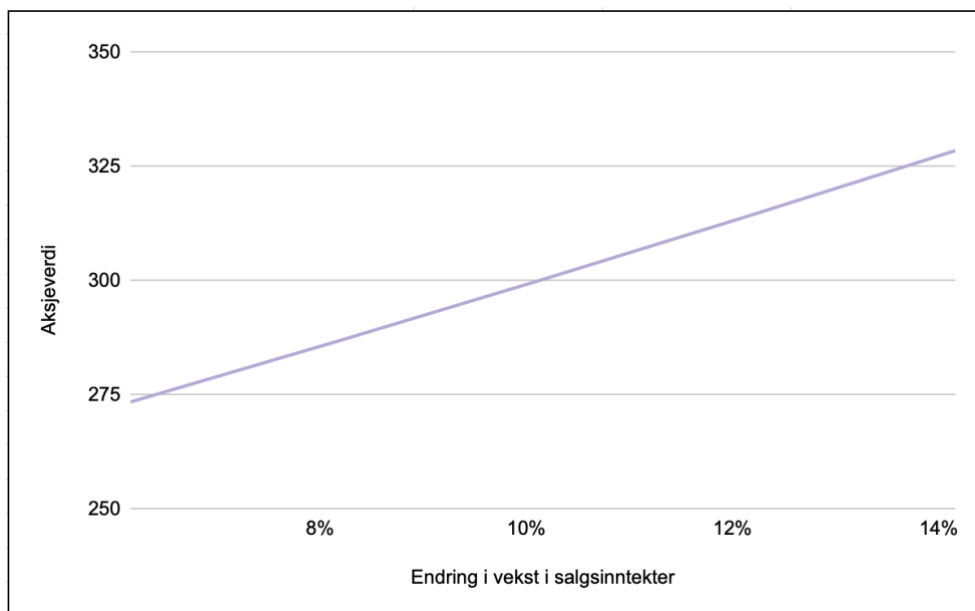
Som vist i tabell 9.1, vil vi klassifisere TOMRA som svært sensitiv for endringer i gitte faktorer. Denne konklusjonen bunner i den betydelige endringen i selskapsverdien gitt mindre endringer i WACC og vekstraten. Som forventet vil en økning i vekstraten samt en reduksjon av WACC føre til en høyere selskapsverdi, og motsatt.

Videre valgte vi å undersøke sammenhengen mellom aksjeverdien og potensiell endring i beta, samt aksjeverdien og potensiell endring i vekst i salgsinntekter.



Figur 9.1.1 Sensitivitetsanalyse: Selskapsverdi ved endring i beta

Figur 9.1.1 illustrerer at aksjeverdien til TOMRA og betaen har et negativt forhold, der aksjeverdien synker når betaen øker. Desto høyere beta, desto mer sensitiv er selskapet for svingninger i markedet, noe som beskriver den synkende aksjeverdien.



Figur 9.1.2 Sensitivitetsanalyse: Selskapsverdi ved endring i vekst i salgsinntekter

Figur 9.1.2 illustrerer et positivt forhold mellom aksjeverdien og salgsinntekter, der økning i salgsinntekter gir økning i aksjeverdien.

Del 10 - Konklusjon

Hensikten med denne oppgaven var å finne ut hva markedsverdien til TOMRA Systems ASA var. Vi hadde følgende problemstilling: *“Hva er markedsverdien per aksje til TOMRA Systems per 31.12.2020?”*

I den strategiske analysen fant vi at TOMRA besitter både en sterk merkevare, samt at de har en solid markedsposisjon. Dagens økte miljøfokus vil man i stor grad kunne si å ha forsterket TOMRAS posisjon i markedet, noe som igjen kan bidra til større muligheter og utsikter for videre ekspansjon. Ut ifra dagens konkurransebilde, er det lite antydning til at det vil bli store trusler for nyetableringer i nærmeste fremtid. I tillegg er teknologien i stadig utvikling, noe TOMRA ser ut til å utnytte til det maksimale. Internt innehar TOMRA som sagt et kjent merkenavn som definitivt fungerer som et kvalitetsstempel på deres løsninger. I tillegg har de etter en årrekke i bransjen opparbeidet seg solid markedskunnskap, og oppfattes av mange som pionerer i eget felt.

Basert på vår regnskapsanalyse ser vi at TOMRA har gode nøkkeltall, med god lønnsomhet, soliditet, finansiering og likviditet. TOMRA har dog et forbedringspotensiale på økt likviditetsgrad 1. I den fundamentale verdsettelsen kom vi frem til en markedsverdi på 300.18 kr per aksje. Dette er betydelig lavere enn det aksjen er priset til i dag. Likevel ser vi at aksjeprisen til TOMRA har variert stort siste året, og derfor muligens ligger noe for høyt. Markedsbasert verdsettelse har vi vurdert som uaktuell i denne sammenhengen, da det finnes for få sammenlignbare selskaper og at TOMRA er en del avvikende fra gjennomsnittlige bedrifter i bransjen.

Basert på vår analyse anbefaler vi å avvente kjøp av TOMRA Systems ASA. Selskapet har gode framtidsutsikter, men har for tiden store svingninger og antas å være i en grønn boble.

Kildeliste

Alexandersen, M.A. (2020) *Analytiker om Tomra: - Prisingen er forsvarlig*. Tilgjengelig fra: <https://finansavisen.no/nyheter/teknologi/2020/10/20/7578717/knut-erik-lovstad-mener-prisingen-av-tomra-kan-forsvares> (Hentet 19. mars).

Avfallsforskriften. Forskrift 1. juli 2004 nr. 1073 om etablering og godkjenning av retursystem. (Hentet: 18. februar).

Berg, T., & Keeping, D. (2017). *Grunnleggende økonomistyring*. Oslo: Cappelen Damm akademisk.

Bjergaard, A.P. (2021) *Tomra-rival vil på Oslo Børs for grønn prising*. Tilgjengelig fra: <https://finansavisen.no/nyheter/industri/2021/01/20/7611220/tomra-rival-jakter-esg-prising-pa-oslo-bors> (Hentet: 22. mars).

Damodaran, A. (2021) *Price earnings ratios by sector*. Tilgjengelig fra: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/pedata.html (Hentet: 26. mars).

Damodaran, A. (2021) *Betas by sector*. Tilgjengelig fra: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html (Hentet 26. mars).

Damodaran, A. (2021) *Enterprise value multiples by sector*. Tilgjengelig fra: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/vebitda.html (Hentet 26. mars)

Damodaran, A. (2021) *Revenue multiples by sector*. Tilgjengelig fra: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/psdata.html (Hentet 26. mars)

Dobbs, R., Oppenheim, J., og Thompson, F. (2012) *Mobilizing for a resource revolution*. Tilgjengelig fra: <https://www.mckinsey.com/business-functions/sustainability/our-insights/mobilizing-for-a-resource-revolution#> (Hentet: 10. februar).

E24 (u.å.) *Kursbilde Tomra Systems*. Tilgjengelig fra: <https://bors.e24.no/#!/instrument/TOM.OSE> (Hentet 4. mars).

Fama, E.F. (1997) Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance, *Journal of Financial Economics*, 49, 283-306. Tilgjengelig fra: https://www.researchgate.net/publication/228532383_Market_efficiency_long-term_returns_and_behavioral_finan (Hentet: 10. mars).

Fernando, J. og Kindness, D. (2021) *Free Cash Flow (FCF)*. Tilgjengelig fra: <https://www.investopedia.com/terms/f/freecashflow.asp> (Hentet: 24 februar).

FN (u.å.) *FNs Global Compact*. Tilgjengelig fra: <https://www.fn.no/om-fn/fns-organisasjoner-fond-og-programmer/fns-global-compact> (Hentet: 28. januar).

Infinitum, (u.å.) *Pantesystemet - hvordan fungerer det?* Tilgjengelig fra: <https://infinitum.no/om-pantesystemet> (Hentet: 28. januar).

Infinitum (u.å.) *Automatleverandør*. Pantepedia, Infinitums ordbok. Tilgjengelig fra: <https://infinitum.no/pantepedia/a/automatleverandør> (Hentet: 16. februar).

Innovasjon Norge (u.å.) *Kina*. Tilgjengelig fra: <https://www.innovasjonnorge.no/no/verktoy/eksport-og-internasjonalsatsing/landinfo/asia/kina/> (Hentet: 10. mars).

Jacobsen, S. (2021) *Enorme sprik i kursmålet på Tomra*. Tilgjengelig fra: <https://finansavisen.no/nyheter/industri/2021/02/16/7626867/enorme-sprik-i-kursmalet-pa-tomra> (Hentet: 19. mars).

Kristoffersen, Trond (2019) *Årsregnskapet- en grunnleggende innføring*. 4. utgave. Bergen: Fagbokforlaget.

Loch-Falch, S og Sættem, J.B. (2020) *NHH-professor frykter grønn børsboble: -Kan skje en kraftig korreksjon*. Tilgjengelig fra: [https://www.nrk.no/norge/nhh-professor-frykter-gronn-borsboble - -kan-skje-en-kraftig-korreksjon-1.15225738](https://www.nrk.no/norge/nhh-professor-frykter-gronn-borsboble--kan-skje-en-kraftig-korreksjon-1.15225738) (Hentet: 19. mars).

Miljødirektoratet, (2020) *Sirkulær økonomi*. Tilgjengelig fra: <https://www.miljodirektoratet.no/ansvarsomrader/avfall/sirkular-okonomi/> (Hentet: 28. januar).

PwC (2020) *Risikopremien i det norske markedet 2020*. Tilgjengelig fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html> (Hentet: 5. februar).

Randstrand, S. (2020) *Svensk forvalter satser på Tomra-kollaps*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/9vVxjw/svensk-forvalter-satser-paa-tomra-kollaps> (Hentet: 19. mars).

Regjeringen (2021) *Eksport av plastavfall*. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2020/okt/eksport-av-plastavfall/id2777540/> (Hentet: 11. februar).

Sander, K. (2020) *PESTEL-analyse*. Tilgjengelig fra: <https://estudie.no/pestel-analyse/> (Hentet: 25. januar).

Sander, K. (2019) *SVIMA/VRIO-analyse*. Tilgjengelig fra: <https://estudie.no/vrio-analyse-ressursanalyse/> (Hentet: 4. februar).

Skatteetaten (u.å.) *Dette må du skatte av i Norge*. Tilgjengelig fra: <https://www.skatteetaten.no/person/utenlandsk/skal-du-arbeide-i-norge/skattemeldingen/dette-ma-du-skatte-av-i-norge/> (Hentet: 4. februar).

Stenstad, K. (2014) Optimalisering av arbeidskapital, *Ledernytt*, 3. september. Tilgjengelig fra: <https://www.ledernytt.no/optimalisering-av-arbeidskapital.5566909-112537.html> (Hentet: 25. februar).

TOMRA (2020). *Investor Presentation*. Tilgjengelig fra:
<https://mb.cision.com/Public/4659/3220509/a9b137f11cc7964e.pdf> (Hentet 23. mars).

TOMRA (u.å.) *TOMRA-teknologi*. Tilgjengelig fra: <https://www.tomra.com/nb-no/collection/reverse-vending/reverse-vending-machines/tomra-technology> (Hentet: 4. februar).

TOMRA (u.å.) *Om pantesystemer*. Tilgjengelig fra: <https://www.tomra.com/nb-no/collection/reverse-vending/about-reverse-vending> (Hentet: 28. januar).

TOMRA (2020) *Årsrapport 2019*. Tilgjengelig fra: <https://www.tomra.com/en/investor-relations/financial-information/annual-reports> (Hentet: 2. februar).

TOMRA (2020) *Første kvartal*. Tilgjengelig fra:
<https://mb.cision.com/Public/4659/3103796/bcf852d9774d7e88.pdf> (Hentet: 17. februar).

TOMRA (2020) *Andre kvartal*. Tilgjengelig fra:
<https://mb.cision.com/Public/4659/3155702/b81c53fd9f2f6313.pdf> (Hentet: 17. februar).

TOMRA (2020) *Tredje kvartal*. Tilgjengelig fra:
<https://mb.cision.com/Public/4659/3220501/ad3d91c12081f6a.pdf> (Hentet: 17. februar).

TOMRA (2021) *Fjerde kvartal*. Tilgjengelig fra:
<https://mb.cision.com/Public/4659/3293606/aef1b2e7d9f260b3.pdf> (Hentet: 23. februar).

TOMRA (2020) *Code of Conduct*. Tilgjengelig fra: <https://www.tomra.com/en/about-us/compliance/code-of-conduct> (Hentet: 8. februar).

TOMRA (u.å.) *TOMRAs Business Strategy*. Tilgjengelig fra:
<https://www.tomra.com/en/about-us/business-strategy?fbclid=IwAR3irFMc14yyxH19VsuDsNW66bPjKSpATrWHMwMo1ITyWVKEvzxN8z9nDo> (Hentet: 10. februar).

TOMRA (u.å.) *About Circular Economy*. Tilgjengelig fra:
<https://www.tomra.com/en/circular-economy/about-circular-economy> (Hentet: 13 februar).

TOMRA (u.å.) *Our History*. Tilgjengelig fra: <https://www.tomra.com/en/about-us/history>
(Hentet: 24. februar).

Torgersen, H.H. (2019) *Utbyttefest i Tomra på 666 millioner kroner*, E24, 21. februar.
Tilgjengelig fra: <https://aksjelive.e24.no/article/a2VwJ5> (Hentet: 25. februar).

Valmot, O.R. (2019) *Vil lede verdens ressursrevolusjon*. TU, 18. juli. Tilgjengelig fra:
<https://www.tu.no/artikler/tomra-har-i-dag-75-prosent-av-verdensmarkedet-for-pantemaskiner/469851> (Hentet: 25. januar).

Visma (u.å.) *Hva er likviditet?*. Tilgjengelig fra:
<https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/1/likviditet/>(Hentet 18. april).

