

Helene Brinchmann-Hansen
Kristine Egrem
Maria Eidset
Ingrid Hermine Fürst
Emma Hammersmark Lønn

Verdsettelse av TOMRA Systems ASA

Valuation of TOMRA Systems ASA

Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon
Veileder: Khine Aye Myat Kyaw
April 2024

Helene Brinchmann-Hansen
Kristine Egrem
Maria Eidset
Ingrid Hermine Fürst
Emma Hammersmark Lønn

Verdsettelse av TOMRA Systems ASA

Valuation of TOMRA Systems ASA

Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon
Veileder: Khine Aye Myat Kyaw
April 2024

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

Forord

Denne oppgaven er utarbeidet i forbindelse med vår avsluttende bachelorgrad i Økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen, våren 2024.

Gjennom de siste tre månedene har vi gjort et dypdykk i TOMRA Systems ASA, samt sortering- og pantebransjen. Vi har valgt dette temaet fordi det er et voksende marked, hvor TOMRA har en ledende posisjon. Stadig flere land innfører pantelovgivning, samtidig som EUs nye reguleringer kan føre til at bransjen må holde seg tilpasningsdyktige.

I løpet av studieforløpet på NTNU Handelshøyskolen har vi fått innføring i grunnleggende emner for å kunne gjennomføre en detaljert verdsettelse. Bacheloroppgaven har gitt oss en bratt læringskurve og vi har dannet en grundigere forståelse av prosessen ved å verdsette et selskap, samtidig som vi har fått en mer praktisk tilnærming til vår utdanning. Det har vært interessant å se hvordan de ulike emnene bindes sammen til en fullverdig bacheloroppgave.

Avslutningsvis ønsker vi å takke vår veileder Khine Aye Myat Kyaw for god veiledning og oppfølging i oppgaveskrivingen.

Innholdet i denne oppgaven står på forfatternes eget ansvar.

NTNU Handelshøyskolen
Trondheim, april 2024

Helene Br.-H.
Helene Brinchmann-Hansen

Kristine Egrem
Kristine Egrem

Maria Eidset
Maria Eidset

Ingrid Furst
Ingrid Hermine Furst

Emma H. Lønn
Emma Hammersmark Lønn

Sammendrag

Formålet med denne oppgaven er å gjennomføre en verdivurdering av TOMRA Systems ASA ved å svare for følgende problemstilling:

«Hva er verdien av TOMRA den 31.12.2023?»

Oppgaven er delt inn i tre deler: strategisk analyse, regnskapsanalyse og kontantstrømanalyse. Innledningsvis tar oppgaven for seg en beskrivelse av TOMRA og markedet som helhet der beskrivelse av driften, oversikt over bransjen og konkurrenter blir presentert. Videre blir VRIO-analyse benyttet for å belyse de interne forholdene gjennom å redegjøre for selskapets styrker og svakheter. PESTEL-analyse og Porters femfaktorsmodell vil deretter bli fremlagt for å presentere de eksterne forholdene. Avslutningsvis vil de ulike analysene bli oppsummert gjennom en SWOT. De ulike strategiske verktøyene benyttes for å kunne si noe om deres nåværende og fremtidige konkurransesituasjon, noe som er avgjørende for videre prognoser i verdsettelsen.

I neste del av oppgaven har vi gjennomført en regnskapsanalyse, med utgangspunkt i årsrapportene til TOMRA. Denne inkluderer en analyse av selskapets lønnsomhet, likviditet, soliditet og finansiering. Regnskapsanalysen viser samlet sett at TOMRA er et solid og lønnsomt selskap med gode utsikter for videre vekst.

Med bakgrunn i funnene fra regnskapsanalysen og den strategiske analysen, består den siste delen av en evaluering av TOMRA basert på en inntjeningsbasert diskontert kontantstrømmodell. Totalavkastningskravet vi har benyttet til å diskontere fremtidige kontantstrømmer estimeres gjennom kapitalverdimodellen til 4,56 %. På grunn av det faktum at det ikke finnes noen sammenlignbare selskaper i samme bransje, mener vi at en markedsbasert verdsettelsesmetode basert på multipler ikke er en tilfredsstillende metode å bruke for TOMRA. Av denne grunn har vi valgt å fokusere på en inntjeningsbasert verdsettelsesmetode for estimering av selskapsverdien til TOMRA. Dette har gitt oss en aksjekurs på 116 kr og en markedsverdi på 34 340 658 096 kr. Den faktiske kursen 31.12.2023 er på 123,5 NOK, og vår konklusjon er dermed at aksjen er overpriset.

Abstract

The purpose of this thesis is to conduct a valuation of TOMRA Systems ASA by addressing the following question:

"What is the value of TOMRA as of December 31, 2023?"

The thesis is divided into three sections: strategic analysis, financial analysis, and discounted cash flow analysis. Initially, the thesis provides a description of TOMRA and the market, including an overview of their operations, industry, and competitors. Furthermore, a VRIO analysis is employed to highlight internal factors by discussing the company's strengths and weaknesses. A PESTEL analysis and Porter's Five Forces model are presented to address external factors. Finally, the various analyses are summarized through a SWOT analysis. These strategic tools are utilized to assess both the current and future competitive situation, crucial for further forecasts in valuation.

In the next section of the thesis, we conducted a financial analysis based on TOMRA's annual reports. This includes an analysis of the company's profitability, liquidity, solvency, and financing. The financial analysis overall indicates that TOMRA is a solid and profitable company with good prospects for future growth.

Based on the findings from the financial and strategic analyses, the final section evaluates TOMRA using an earnings-based discounted cash flow model. The discount rate used to discount future cash flows is estimated through the capital asset pricing model to be 4.56%. Due to the absence of comparable companies in the same industry, we believe that a market-based valuation method relying on multiples is not satisfactory for TOMRA. Therefore, we chose to focus on an earnings-based valuation method to estimate the company's value. This yielded a stock price of 116 NOK and a market capitalization of 34 340 658 096 NOK. The actual stock price as of 12.31.23 is 123,5 NOK, leading us to conclude that the stock is overpriced.

Innholdsfortegnelse:

Forord.....	1
Sammendrag	2
Abstract.....	3
1 Innledning	8
1.1 Motivasjon.....	8
1.2 Problemstilling	8
1.3 Avgrensning	8
1.4 Oppbygging.....	9
2 Bedrift og bransje.....	10
2.1 Presentasjon av selskapet	10
2.1.1 Innledende om TOMRA	10
2.1.2 Visjon.....	10
2.1.3 Historie.....	11
2.2 Ledelsen, aksjer og eiere	12
2.4 Konkurransen	12
3 Strategisk analyse.....	14
3.1 Intern analyse	14
3.1.1 VRIO.....	14
3.2 Ekstern analyse.....	16
3.2.1 PESTEL	16
3.2.2 Porters femfaktormodell	20
3.2.3 Covid og invasjonen av Ukraina.....	23
3.3 Oppsummering - SWOT	24
4 Regnskapsanalyse	24
4.1 Lønnsomhet.....	25
4.1.1 Totalkapitalrentabilitet.....	25
4.1.2 Egenkapitalrentabilitet	26
4.1.3 Driftsmargin.....	27
4.1.4 Oppsummering av lønnsomhet	27
4.2 Likviditet	27
4.2.1 Likviditetsgrad 1	28
4.3 Finansiering og soliditet.....	28
4.3.1 Finansieringsgrad 1	28

4.3.2 Egenkapitalandel.....	29
4.3.3 Gjeldsgrad.....	30
4.3.4 Rentedekningsgrad.....	31
5 Beregning av avkastningskrav	32
5.1 Kapitalverdimodellen	32
5.1.1 Risikofri rente	32
5.1.2 Beta	33
5.1.3 Markedets risikopremie	34
5.1.4 Avkastningskravet til egenkapitalen	34
5.2 WACC.....	35
6. Prognose av fremtidige kontantstrømmer	35
6.1 Driftsinntekter	36
6.2 Driftskostnader	37
6.2.1 Totale driftskostnader	37
6.2.2 Varekostnader	38
6.2.3 Arbeidskapital	38
6.3.1 Kundefordringer.....	39
6.3.2 Varelager.....	39
6.3.3 Leverandørgjeld	40
6.3.4 Oversikt arbeidskapital	41
6.4 Skatt.....	42
6.5 Avskrivninger og nedskrivninger.....	42
6.6 Investeringer.....	43
6.7 Frie kontantstrømmer	44
6.8 Terminalleddet	44
7 Sammensetting fundamental verdsettelse	45
8. Sensitivitetsanalyse og diskusjon.....	46
9. Kritikk.....	48
10. Konklusjon.....	50
Litteraturliste.....	52

Figur oversikt:

Figur 1: Aksjonærer (TOMRA, 2024).....	12
Figur 2: Collection segment (TOMRA, 2023).....	13
Figur 3: Recycling segment (TOMRA, 2023).....	13
Figur 4: Food segment (TOMRA, 2023).....	13
Figur 5: VRIO oppsummering.....	14
Figur 6: Porters femfaktormodell.....	20
Figur 7: SWOT oppsummering.....	24

Tabell oversikt:

Tabell 1: Totalkapitalrentabilitet.....	25
Tabell 2: Egenkapitalrentabilitet etter skatt.....	26
Tabell 3: Driftsmargin.....	27
Tabell 4: Likviditetsgrad 1.....	28
Tabell 5: Finansieringsgrad 1.....	29
Tabell 6: Egenkapitalandel.....	30
Tabell 7: Gjeldsgrad.....	30
Tabell 8: Rentedeckningsgrad.....	31
Tabell 9: Gjennomsnittlig vekst driftsinntekter.....	36
Tabell 10: Prognose av fremtidige driftsinntekter.....	36
Tabell 11: Gjennomsnittlig andel driftskostnader av driftsinntekter.....	37
Tabell 12: Prognose av fremtidige driftskostnader.....	37
Tabell 13: Gjennomsnittlig varekostnad av driftskostnader.....	38
Tabell 14: Prognose av fremtidige varekostnader.....	38
Tabell 15: Gjennomsnittlig kundefordringer av driftsinntekter.....	39
Tabell 16: Prognose av fremtidige kundefordringer.....	39
Tabell 17: Gjennomsnittlig varelager av varekostnader.....	40
Tabell 18: Prognose av fremtidig varelager.....	40
Tabell 19: Gjennomsnittlig leverandørgjeld av varekostnad.....	40
Tabell 20: Prognose av fremtidig leverandørgjeld.....	41

Tabell 21: Gjennomsnittlig arbeidskapital av driftsinntekter	41
Tabell 22: Prognose av fremtidig arbeidskapital	42
Tabell 23: Gjennomsnittlig verdjustering	42
Tabell 24: Prognose av fremtidig verdjusteringer	43
Tabell 25: Gjennomsnittlig CapEx av driftsinntekter	43
Tabell 26: Prognose av fremtidig CapEx	44
Tabell 27: Prognose av fremtidige kontantstrømmer	44
Tabell 28: DCF	46
Tabell 29: Sensitivitetsanalyse av WACC og vekstfaktor	47
Tabell 30: Sensitivitetsanalyse med beta og risikofri rente	48

1 Innledning

1.1 Motivasjon

Avhandlingen som følger, er den avsluttende oppgaven som leveres ved endt bachelor i Økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen. Vi har valgt studieretningen finansiell styring, og vår problemstilling reflekterer en tematikk som er relevant for denne retningen. Vi skal i denne avhandlingen verdsette et selskap ved bruk av strategiske og regnskapsmessige analyser. Selskapet vi skal verdsette er TOMRA Systems ASA, som er mest kjent for sine pantemaskiner.

Begrunnelsen for valget av TOMRA knytter seg til at vi synes det er interessant hvordan et norsk selskap har kapret store markedsandeler globalt. Det vil dermed være interessant å dykke dypere ned i strategien og tallene til TOMRA for å kunne se utviklingen de har hatt gjennom de siste fem årene, før vi videre vil forsøke å verdsette selskapet per 31.12.2023. En slik verdsettelse fører med mye usikkerhet, og er kun et estimat. Den er likevel interessant å gjennomføre ettersom det skaper en visualisering av nåværende og fremtidige forhold.

1.2 Problemstilling

Vi har undersøkt følgende problemstilling:

«Hva er verdien av Tomra den 31.12.2023?»

1.3 Avgrensning

Ved verdsettelsen av TOMRA har vi måttet gjøre noen avgrensninger. Våre beregninger tar i hovedsak utgangspunkt i sekundære data fra årsrapportene fra 2019 til 2023 og Eikons database. Videre har vi utført en regnskapsanalyse og gjennomført en verdsettelse basert på estimeringer av TOMRAs fremtidige kontantstrømmer. En annen mye brukt metode er en markedsbasert tilnærming med multippelanalyse. Denne verdsettelsesmetoden har til hensikt å verdsette et selskap mot sammenlignbare selskap i markedet. Da TOMRA er splittet i flere segmenter, vil det være vanskelig å finne selskaper med identiske ytre påvirkninger. Dette kan løses ved å

identifisere selskaper som samsvarer med TOMRAs drift i de ulike segmentene og beregne et markedsgjennomsnitt.

Utfordringen i dette tilfellet er at de fleste selskapene TOMRA definerer som sine største konkurrenter i de ulike segmentene, ikke er notert på børs og/eller har drift innenfor ulike divisjoner. Dette gjelder blant annet Steinert, Sielaff, Pellenc, Sesotec, Meyer og Bühler Sortex. De gjenværende sammenlignbare selskapene er ikke tilstrekkelige for å gi et representativt markedssnitt. Det medfører at analysen blir mangelfull, og vi har derfor besluttet å ekskludere markedsbasert verdsettelse fra vår oppgave.

1.4 Oppbygging

Avhandlingen er delt inn i ti deler. Kapittel 1 presenterer motivasjonen for oppgaven, samt problemstilling og avgrensninger vi har foretatt. Kapittel 2 gjør rede for TOMRA som bedrift og gir en introduksjon av bransjene de opererer i. Deretter vil kapittel 3 gå inn i den første analysen, som er den strategiske. Her benyttes ulike strategiske verktøy for å analysere de interne og eksterne omgivelsene, før dette oppsummeres i en SWOT. I kapittel 4 utføres en regnskapsanalyse med fokus på lønnsomhet, likviditet, finansiering og soliditet. Kapittel 5 viser beregningen av avkastningskravet til TOMRA ved bruk av kapitalverdimodellen. Videre vil vi foreta en prognose av fremtidige kontantstrømmer i kapittel 6. I kapittel 7 gjennomføres den fundamentale verdsettelsen, mens kapittel 8 tar for seg en sensitivetsanalyse. Avslutningsvis vil vi kritisere mangler ved oppgaven i kapittel 9, før vi i kapittel 10 konkluderer med funnene våre.

2 Bedrift og bransje

2.1 Presentasjon av selskapet

2.1.1 Innledende om TOMRA

TOMRA er et norsk industriselskap med tre forretningsdivisjoner: TOMRA Collection, TOMRA Food og TOMRA Recycling (TOMRA, 2024). TOMRA Collection fanger årlig opp 45 milliarder flasker og bokser gjennom sine returautomater. Selskapet opererer i 60 markeder med omtrent 82 000 installasjoner. Gjennom en effektiv innsamling, sortering og behandling, lager de en plattform for resirkulering og en bærekraftig planet.

TOMRA Food produserer maskiner med integrerte løsninger for å forbedre global matproduksjon (TOMRA, 2024). Målet er å øke matsikkerhet og redusere matsvinn, slik at hver ressurs utnyttes best mulig. Denne teknologien har ført til over 13 800 enheter installert hos matprodusenter og pakkerier over hele verden.

TOMRA Recycling tar i bruk banebrytende sensorbasert teknologi for å automatisere og resirkulere ressurser (TOMRA, 2024). I dag er over 9000 slike systemer implementert verden over. TOMRA skaper høyest verdi gjennom deres Collection divisjon, med 54 % av total inntekt. Videre genererer TOMRA Food 25 % av inntekten, mens TOMRA Recycling genererer 21% av den totale inntekten.

2.1.2 Visjon

Grunnlaget for virksomheten er kjerneverdiene innovasjon, lidenskap og ansvar (TOMRA , u.å.). Disse verdiene er bærebjelken for deres visjon:

«Leading the Resource Revolution, transforming how we all obtain, use, and reuse the planet's resources to enable a world without waste.»

Bærekraftig ledelse er integrert i deres konsernstrategi, med en tredelt bærekraftambisjon. Deres fokus på å være ledende i ressursrevolusjonen, bli en fullstendig sirkulær virksomhet, og operere på en trygg, rettferdig og inkluderende måte, førte til at de mottok den anerkjente EcoVadis Gold

metal for segmentene TOMRA Recycling og TOMRA Food (TOMRA, 2022). Med 50 års erfaring, er TOMRA per dags dato til stede i over 100 land, med over 5000 globale ansatte (TOMRA, 2024).

2.1.3 Historie

TOMRA ble grunnlagt i 1972 for å imøtekomme behovet for resirkulering av tomme flasker i en lokal dagligvarebutikk (TOMRA, 2024). I løpet av de første fire årene opplevde selskapet en bemerkelsesverdig inntektsvekst på 885,7 %, og lanseringen av selvprogrammerende panteautomater i 1977 gjorde selskapet svært konkurransedyktig i markedet.

Veksten fortsatte gjennom 80-tallet med etablering av datterselskap i Nederland, USA, Danmark og Tyskland, og i 1985 ble selskapet børsnotert (TOMRA, 2024). I første halvdel av 1990-tallet vokste TOMRA gjennom strategiske oppkjøp, profesjonalisering og økt fokus på effektivitet, kvalitetssikring og kundetilfredshet. Oppkjøpet av materialhåndteringsselskapet NEROC i 1992 ledet utviklingen fra å være avhengig av inntekt fra salg og service av panteautomater, til økt kontroll av hele verdikjeden. Gjennom teknologiske fremskritt posisjonerte TOMRA seg som en internasjonal bedrift gjennom 34 land.

På 2000-tallet utvidet selskapet merkenavnet sitt ved å inkludere sorteringsløsninger (TOMRA, 2024). Geografisk utvidelse skjedde gjennom nye markeder i Japan og Brazil, og Tyskland ble et nøkkelmarked. I 2006 utgjorde salget til Tyskland tre ganger det totale globale salgsvolumet. Strategiske oppkjøp var en del av TOMRAs vekst gjennom tiåret og inn i 2010-tallet. De mest revolusjonerende oppkjøpene var Odenberg og BEST Sorting, som etablerte TOMRA som en ledende aktør innen matsortering. Mellom 2012 og 2015 gjennomgikk TOMRA en rebranding-prosess for å samle alle datterselskaper under et felles merke, nemlig TOMRA. Utviklingen av en unik teknologiportefølje, med omfattende geografisk tilstedeværelse, har bidratt til deres ledende posisjon i markedet.

2.2 Ledelsen, aksjer og eiere

Ledelsen består av syv personer, der to av dem er kvinner (TOMRA, 2024). Tove Andersen er administrerende direktør og president, og har besittet denne rollen siden august 2021. Styret består av fem menn og tre kvinner.

TOMRA ble børsnotert i 1985 og har tickerkode TOM (TOMRA, 2024). Selskapet har i overkant av 296 millioner utestående aksjer, hvor de ti største aksjonærene står for rett over 50 % av de totale aksjene (TOMRA, 2024). Investeringselskapet Investment AB Latour har den største aksjeandelen på 21,08 %, som er betydelig høyere aksjeandel enn de resterende investorene. Øvrige investorer er fra flere land og består i hovedsak av banker.

Investor	Number of shares	% of top 20	% of total	Type	Country
INVESTMENT AB LATOUR	62 400 000,00	33,60 %	21,08 %	PRIV	SWE
THE BANK OF NEW YORK MELLON SA/NV	20 188 695,00	10,87 %	6,82 %	NOM	BEL
DANSKE BANK A/S	18 393 451,00	9,91 %	6,21 %	NOM	DNK
FOLKETRYGDFONDET	14 863 323,00	8,00 %	5,02 %	PRIV	NOR
CLEARSTREAM BANKING S.A.	11 859 664,00	6,39 %	4,01 %	NOM	LUX
CITIBANK, N.A.	10 835 743,00	5,84 %	3,66 %	NOM	IRL
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	6 210 303,00	3,34 %	2,10 %	NOM	USA
JPMORGAN CHASE BANK, N.A., LONDON	4 934 773,00	2,66 %	1,67 %	NOM	GBR
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	4 517 921,00	2,43 %	1,53 %	NOM	USA
CACEIS BANK	4 413 933,00	2,38 %	1,49 %	NOM	LUX

Figur 1: Aksjonærer (TOMRA, 2024)

2.4 Konkurransen

Det vil videre være nødvendig å redegjøre for konkurransesituasjonen til TOMRA. I dagens samfunn er det et stadig økende fokus på bærekraft og utvikling av bærekraftige løsninger. EU har satt et krav om at 90 vektprosent av tomflasker skal resirkuleres separat innen 2029 (Regjeringen, 2023). Løsningen for å oppnå dette målet er blant annet bruk av pantemaskiner. I 2022 ble 92,8 % av alle norske flasker pantet, og Norge innfrir dermed allerede dette kravet (Infinitum, 2022). For at andre land skal kunne nå målet, er installasjon av pantemaskiner et

viktig steg. En slik bestemmelse fører dermed naturlig med seg etterspørsel etter pantemaskiner, og TOMRA estimerer nye markedsmuligheter mellom 50 og 80 milliarder dollar (Moe, 2018).

TOMRA Collection

Av figur 2 ser vi at TOMRA skiller seg fra de andre tilbyderne av RVM-maskiner i både antall installerte og antall markeder de operer i (TOMRA, 2023). Sielaff har flest installerte RVM-maskiner etter TOMRA, selv om de ligger bak andre konkurrenter som Envipco i antall markeder. Sielaff ble grunnlagt i 1886, og har på samme måte som TOMRA vært i bransjen over en lang periode (Sielaff, 2023). De spesialiserte seg i hovedsak på salgsautomater som tilbyr drikkevarer og snacks, men tilbyr også panteautomater.

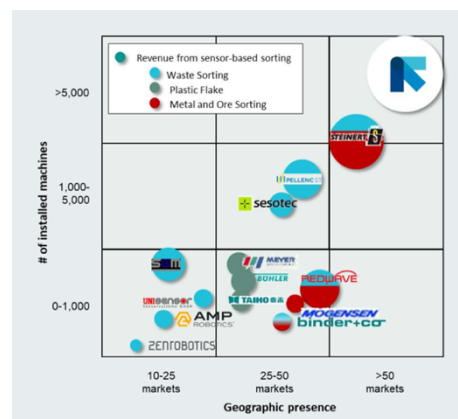
Figuren viser at TOMRA ligger et godt stykke foran de andre konkurrentene, som reflekterer deres markedsandel på 70 % (Simonsen, Tomra Systems ASA Norway, Capital Goods, 2021).



Figur 2: Collection segment (TOMRA, 2023)

TOMRA Recycling

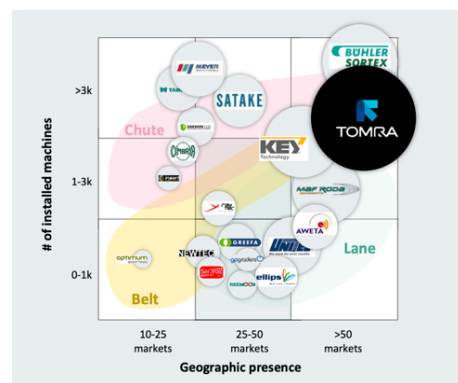
TOMRA Recycling operer i flest markeder, og har størst antall installerte maskiner blant aktørene vist i figur 3. Konkurrenten som ligger nærmest er Steinert, som ble grunnlagt i 1889 (Steinert, 2023). Steinert spesialiserte seg på resirkulering av avfall og metall, samtidig som de driver med gruvedrift.



Figur 3: Recycling segment (TOMRA, 2023)

TOMRA Food

Konkurransesituasjonen blir annerledes når vi ser på TOMRA Food segmentet. Vi ser i figur 4 at Bühler Sortex er markedsleder. TOMRA ligger likevel høyt oppe blant firmaene, og har den mest omfattende geografiske rekkevidden (TOMRA, 2023).



Figur 4: Food segment (TOMRA, 2023)

3 Strategisk analyse

3.1 Intern analyse

Gjennom en intern analyse av TOMRA kan vi identifisere og vurdere deres interne ressurser. I denne analysen vil analyseverktøyet VRIO benyttes.

3.1.1 VRIO

VRIO hjelper oss å vurdere de ulike ressursene en bedrift innehar ut ifra om de er verdifulle, sjeldne, lette å imitere, og hvorvidt organisasjonen evner å utnytte de. En slik analyse kan bidra til å identifisere eventuelle konkurransefortrinn.

- Valuable: I hvilken grad tilfører ressursen verdi til bedriften?
- Rare: Er ressursen sjelden?
- Imitability: Er ressursen vanskelig å imitere for konkurrerende bedrifter?
- Organization: Evner organisasjonen å utnytte ressursen på best mulig vis?

RESSURS	V	R	I	O	UTFALL
PANTEMASKINER	X	X		X	MIDLERTIDIG KONKURRANSEFORTRINN
TEKNOLOGI OG INNOVASJON	X	X		X	MIDLERTIDIG KONKURRANSEFORTRINN
VERDIKJEDE/VERTIKAL INTERGRASJON	X	X	X	X	VARIG KONKURRANSEFORTRINN
FINANSIELLE RESSURSER	X			X	MIDLERTIDIG KONKURRANSEFORTRINN
MERKEVARE	X	X	X	X	VARIG KONKURRANSEFORTRINN

Figur 5: VRIO oppsummering

Pantemaskiner

Vi har valgt å skille pantemaskinene ut som en egen ressurs. TOMRA er størst i verden på pantemaskiner, og kunnskapen og teknologien som følger med er svært verdifull. Deres erfaring og kompetanse i markedet er verdifull og sjelden, men denne teknologien er mulig for

konkurrenter å imitere. Vi trekker på grunnlag av dette en konklusjon om at pantemaskinene er et midlertidig konkurransefortrinn.

Teknologi og innovasjon

Innovasjon står i sentrum av driften til TOMRA og er en av tre kjerneverdier; innovasjon, lidenskap og ansvar (TOMRA, u.å.). I 2023 investerte TOMRA omtrent 10 % av inntektene sine i teknologi og fremtidsrettede aktiviteter (TOMRA, 2024). Dette gjør at deres teknologi er ledende i samtlige segmenter. Matsortering og resirkulering er i fokus blant bedrifter både i andre land og i Norge, og det er dermed sannsynlig at flere bedrifter har lignende teknologi. Vi konkluderer dermed med at teknologi og innovasjon er et midlertidig konkurransefortrinn.

Merkevare

TOMRA var først i verden med pantemaskiner, og følgelig har de opparbeidet seg god etos ved å være en ledende aktør. Merkevaren TOMRA er dermed svært verdifull og sjelden. Det er vanskelig for konkurrenter å opparbeide seg en slik sterk merkevare, og den blir dermed vanskelig å imitere. Merkevaren TOMRA er dermed et varig konkurransefortrinn.

Verdikjeden

Vi ser på TOMRAS verdikjede som deres største konkurransefortrinn. Systemene deres inkluderer produksjon, levering og service, som gjør det mulig for dem å levere både produkter og tjenester selv. De planlegger også å utvide verdikjeden ved å innføre et system som gjenvinner plastavfallet som i dag deponeres eller brennes (TOMRA, 2024). Det er kostbart for konkurrenter å skulle implementere en så stor og integrert verdikjede som TOMRA har opparbeidet seg. Vi mener dermed at dette er et varig konkurransefortrinn.

Finansielle ressurser

En viktig finansiell ressurs er bedriftens soliditet. TOMRA har en egenkapitalandel på 41,81 %, hvilket vi anser som en styrke. Samtidig er finansieringsgrad 1 på 0,76, og de har en høy rentedekningsgrad på 13,89. Deres gode finansiering gjør dem godt rustet til å håndtere dårligere økonomiske tider, og gjør det mulig for dem å investere i teknologi og utvikling. Dette gjør de

finansielle ressursene verdifulle, men ikke sjeldne. Vi definerer de dermed som et midlertidig konkurransefortrinn.

3.2 Ekstern analyse

For å undersøke de eksterne faktorene TOMRA står overfor vil vi gjennomføre to analyser, PESTEL og Porters femfaktormodell. Ved å gjøre dette kan vi få et bilde av omgivelsene, og hvilke muligheter og trusler som eksisterer.

3.2.1 PESTEL

PESTEL-analysen er et kjent rammeverk for ekstern analyse av et firma. Gjennom politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og lovmessige faktorer, blir selskapets trussel- og mulighetsbilde vurdert. Disse makroforholdene er uavhengige av selskapet, og ikke direkte påvirkelige av TOMRA selv.

Politiske

Med politiske forhold menes de bestemmelser og reguleringer offentlige myndigheter foretar for å påvirke og regulere økonomien. Myndighetene kan gjennom lover og ordninger regulere blant annet skattepolitikk, stabiliseringspolitikk, arbeidsrett, miljølov, handelsreguleringer og sosiale velferdsordninger. Som internasjonal aktør vil TOMRAs drift ikke bare bli påvirket av slike forhold i Norge, men også internasjonalt. Selskapet må derfor ta hensyn til de politiske forholdene som forekommer i de respektive landene de opererer i.

Av TOMRAs årsrapport for 2023 fremgår det at en av de mest innflytelsesrike politiske faktorene dreier seg om pantelovgivning (TOMRA, 2024). Implementering av pantelovgivning i flere land vil skape vekstmuligheter for TOMRA, samtidig som de nye EU-reglene kan være en trussel. De nye EU-reglene foreslår en ny løsning hvor det innføres doble pantesystemer, der panten samles inn og vaskes før den så sendes ut igjen (Jordheim, 2024). Løsningen er annerledes enn den TOMRA tilbyr i dag, og selskapet må i så fall gjennom en endringsprosess. Dette er en trussel for TOMRA, samtidig som den åpner for muligheter.

En annen viktig faktor er skattepolitikken i landene TOMRA opererer i. Særlig er selskapsskatten essensiell, som for øyeblikket ligger på 22 % i Norge hvor TOMRA har sitt hovedkvarter. Selskapsskatten medfører en stor utgift, og bidrar til svekket konkurransekraft sammenlignet med internasjonale konkurrenter.

Stabiliseringspolitikken har videre en innvirkning på TOMRA. I Norge, som resten av verden, er økonomien preget av økte renter for å bekjempe den stigende inflasjonen, hvilket resulterer i et økt prisnivå verden over. TOMRA sin gjeldsgrad ligger for tiden på 1,39 som er en økning fra de tidligere årene. Dette medfører følgelig høyere renterisiko. Økt prisnivå fører generelt til at konsumet av normale goder, som flasker og bokser, går ned. Tall fra Infinitum viser dog ingen negativ endring i pantetall over de siste årene (Infinitum, 2022).

Økonomiske

Økonomiske forhold påvirker selskapets strategiske beslutninger. TOMRA opererer i over 100 land og står overfor valutarisiko, renterisiko og kredittrisiko. Den største risikoen er hovedsakelig transaksjoner med EUR og USD, der en styrking av NOK vil resultere i lavere fortjeneste når resultatet måles i NOK. Det er høyest følsomhet overfor NOK/USD valutakursen. Det er rapportert at en økning i NOK på 5 % ville medføre en nedgang på omtrent NOK 18 millioner i rapportert etter-skatt fortjeneste (TOMRA, 2023).

Sosiokulturelle

Sosiokulturelle faktorer reflekterer samfunnets demografiske trender som har en betydelig innvirkning på en organisasjons strategi og produksjon. Verden har sett en enorm befolkningsvekst de siste årene, som fører til økt generering av avfall. Dette fører igjen til økt etterspørsel etter effektive resirkuleringsløsninger, hvilket gir muligheter for TOMRA til å utvide sine operasjoner til nye og eksisterende markeder. En sentral trend i i-land har vært økt klimaaktivisme. Med økt kunnskap og søkelys på en sirkulær økonomi og bærekraftig utvikling, drives etterspørselen etter TOMRA sine løsninger for resirkulering, matsortering og innsamling opp.

Teknologiske

Det som i dag kalles den fjerde industrielle revolusjonen er preget av nye teknologier og prosesser som påvirker virksomheter og næringsliv (Deloitte, u.d.). TOMRA har sterkt fokus på å være en ledende innovativ bedrift, med fokus på kontinuerlig forbedring gjennom sine 50 år i drift. Selskapet har fått anerkjennelse gjennom den prestisjefylte prisen «Norway's Most Innovative Business» for 2022/2023, delt ut av Innomag som er Norges ledende innovasjonsmagasin (TOMRA, 2023). TOMRA må kontinuerlig tilpasse seg nye teknologiske faktorer for å forbli en innovativ leder i resirkuleringsbransjen. I 2023 ble TOMRA rammet av et kostbart cyberangrep, og dette utgjør en fremtidig trussel som må tas på alvor. Det er derfor viktig å sørge for at IT-systemene deres er godt sikret.

Miljømessige

Økende forbruk og avfall medfører store konsekvenser for verdens økosystem. En spesiell utfordring er plastavfall i havene som truer den marine biodiversiteten. TOMRA ser for seg en sirkulær fremtid der plast aldri blir til forurensing (TOMRA, u.d.). De presenterer et mål om at 40 % av plastemballasje fra forbrukere skal bli samlet inn for resirkulering innen 2030. Gjennom sine innovative resirkuleringsløsninger, prøver TOMRA å være en ledende bidragsyter til å bekjempe plastforurensing.

Med økt fokus på bærekraftig produksjon, har det blitt mer oppmerksomhet rundt grønnvasking. Grønnvasking blir definert som miljøpåstander brukt i markedsføring som er overdrevne, feilaktige og villedende (Forbrukertilsynet, u.d.). Sammen med europeiske forbrukermyndigheter har forbrukertilsynet gjennomført en undersøkelse av grønnvasking i EU/EØS. Funnene tyder på at grønnvasking var relevant i 42 % av miljøpåstandene. Å bli anklaget for grønnvasking vil svekke troverdigheten til TOMRA. Det er derfor sentralt å se på hva TOMRA gjør, og ikke kun hva de sier. Som nevnt tidligere investerer TOMRA i utvikling av mer miljøvennlige løsninger. I 2022 og 2023 investerte de i to nye mellomstore sorteringsanlegg som skal transformere «waste into value» (TOMRA, 2024). Dette tyder på overholdelse av målene de presenterer og fokus på bærekraft.

Fra og med regnskapsåret 2024 blir det innført nye krav om bærekraftrapportering for de største selskapene i Norge (Regjeringen, 2023). Dette kommer som følge av EU-direktivet Corporate

Sustainability Reporting Directive (CSRD) sin utarbeidelse av strengere og mer standardiserte rutiner for rapportering. I praksis vil dette si at TOMRA nå må følge den europeiske standarden ESRS for bærekraftsrapportering. Standarden stiller krav til «dobbel vesentlighet»; selskapets påvirkning på ytre forhold, og ytre forholds påvirkning på selskapet (deloitte, 2023). Som et selskap med bærekraft som kjerneverdi, har TOMRA over de siste fem årene hatt egne bærekraftsrapporter i sine årsrapporter. De nye kravene anses derfor ikke å utgjøre en stor forskjell for TOMRA, som allerede utviser et stort fokus på åpenhet og ansvar i sitt arbeid.

Juridiske

I Norge er retursystemer for emballasje til drikkevarer lovfestet i avfallsforskriftens kapittel 6. I §6-2 fremkommer det at formålet er:

«Å bidra til effektive retursystemer med høy returandel for inneremballasje til drikkevarer slik at retursystemene bidrar til å hindre forsøpling og å redusere avfallsmengdene fra slik inneremballasje» (Klima- og miljødepartementet, u.d.).

I forskriften er det videre presentert et minimumskrav om at retursystemet må oppnå 25 % retur og at emballasjen går til miljømessig forsvarlig ombruk eller gjenvinning. Det er videre lovfestet hvilke pantesatser som skal benyttes. Dette er reglement som TOMRA må forholde seg til, men som også skaper incentiv til å resirkulere tomflasker for forbrukere.

I forlengelse av de norske reguleringene, må også TOMRA forholde seg til EUs regelverk for pant og resirkulering. Som nevnt under politiske forhold er de nye EU-reglene en trussel for TOMRA. Reguleringen medfører store endringer i det norske pantesystemet. Med tanke på at alle TOMRAs panteautomater og resirkuleringssystemer er konstruert til en annen panteordning enn vaskeflasker, vil denne reguleringen ha store økonomiske ringvirkninger for TOMRA dersom den blir innført (Westgaard-Halle, 2023).

Det er ingen kjente tilfeller av tidligere avskaffelse av pantesystemer, men dette er noe TOMRA må ta høyde for i sitt arbeid. Dersom et land avskaffer et eksisterende pantesystem, vil dette medføre et tap av marked, da deres eksisterende og nye kunder ikke lenger vil ha incentiv til å

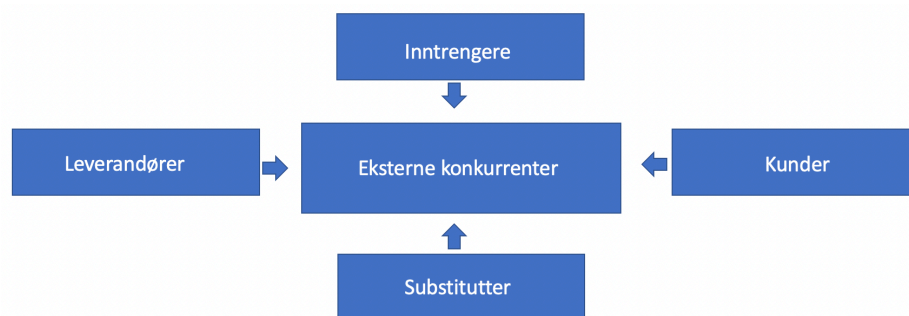
kjøpe og bruke deres maskiner. På den andre siden vil implementering og utvidelse av pantesystemer gi nye markeder og vekstpotensialer.

Pantesystemene i andre deler av verden varierer, og noen steder er det mer omfattende og effektivisert enn andre. For eksempel er det i USA 10 stater som har lover for retur av containerpant (NCSL, 2020). En videreutvikling for TOMRA vil avhenge av juridiske utviklinger i de gjeldende landene for å skape incentiv for resirkulering.

3.2.2 Porters femfaktormodell

Porters femfaktormodell

Porters femfaktormodell viser til fem grunnleggende konkurransekrefter som påvirker hvilke muligheter og trusler det finnes i bransjen. Bransjens konkurransesituasjon vil avhenge av hvor sterke disse kreftene er. De fem faktorene er trussel fra nye konkurrenter, dagens konkurransebilde, kundenes forhandlingsstyrke, leverandørenes forhandlingsstyrke, og trussel om substitusjonsprodukter. Vi vil drøfte disse konkurransekreftene med utgangspunkt i pante- og sorteringsmarkedet og TOMRA sin posisjon i bransjen.



Figur 6: Porters femfaktormodell

Trussel fra nye konkurrenter

Hvorvidt det er fare for nye konkurrenter kommer an på om det er andre virksomheter som ønsker å ta markedsandeler i pante- og sorteringsbransjen. Det som står sentralt, er hvor stor vekst det er i bransjen og hvor stor inngangsbarrieren er for å etablere seg. TOMRA har i lang tid vært en global markedsleder innenfor panteautomater (Simonsen, TOMRA Systems ASA Norway, Capital Goods, 2022). De har også en ledende posisjon innenfor sortering med en markedsandel

på 55 til 60 %, i tillegg til en sterk posisjon i det globale matsorteringsmarkedet. De har etablerte kundeforhold i markedet og det kan derfor diskuteres hvorvidt det vil være attraktivt for oppstartsselskaper og teknologigiganter å starte opp innenfor dette området. Samtidig er det et økende fokus på ESG og løsninger rettet mot sirkulær økonomi. Bedrifter kan derfor velge å satse på miljøvennlige systemer og løsninger for å øke sitt omdømme, selv om det nødvendigvis ikke vil være lønnsomt de første årene.

Avfalls- og sorteringsbransjen er en bransje i vekst. Dette er grunnet økende avfallsmengder og at vi stadig ønsker å utnytte ressursene i avfallet mer effektivt (Norsk Industri, u.d.). En utvidelse av pantemarkedet vil svekke inngangsbarrieren i bransjen. Det vil i stater eller land der myndighetene ikke har innført et pantesystem være rom for at nye konkurrenter kan komme på banen. Dette representerer en økonomisk mulighet for TOMRA ved at de har ansiennitet i bransjen.

Videre vil vi se på hva som kreves for å etablere seg i pante- og sorteringsmarkedet.

Inngangsbarrierer er blant annet kostnader knyttet til nyetablering, investering i teknologi og ansatte. Etableringskostnadene er høye, og TOMRA besitter ressurser som dyktige fagfolk og investering i forskning over flere år. Dette er både kostbart og tidkrevende å imitere. I tillegg kan deres mål om å ha de beste løsningene, samtidig som de stadig investerer i å utvikle disse virke avskrekkende for potensielle inntrengere i markedet. Aktørene er ofte store, og det kan være problematisk å få kontrakter med store butikkjeder dersom man ikke har ansiennitet. Samtidig er det vanskelig å spå nye innovasjoner innenfor teknologi og nye og bedre løsninger kan oppstå uventet.

Trusselen fra nye konkurrenter kan tolkes som moderat.

Eksisterende konkurrenter

Dagens konkurransesituasjon beskriver graden av intensitet i konkurransen mellom de ulike aktørene i markedet. I tider hvor lønnsomhetsmarginene styrkes, prøver bedrifter å ta markedsandeler fra hverandre ved å benytte seg av lavere priser og bedre service. TOMRA har som nevnt tidligere vært en pionér innenfor pante- og sorteringsbransjen i en årrekke. Dette har

resultert i at de sitter på en makt og tillit som forbedrer deres posisjon i forhold til andre konkurrenter. TOMRA er etablert i dobbelt så mange markeder som deres nærmeste konkurrent, RVM, og har flest installerte maskiner, etterfulgt av Remondis (TOMRA, 2023). Etterspørselsforholdene i bransjen er en avgjørende faktor for konkurranseintensiteten. Flere land i Europa har blitt inspirert av Norges pantesystem, derav Frankrike, Spania, Tyskland og Belgia (Infinitum, 2023). Med det nåværende fokuset på sirkulær økonomi og EU-reguleringer, er det grunn til å forvente at pantemarkedene vil vokse internasjonalt.

Dagens konkurransesituasjon kan tolkes som moderat/lav.

Substitutter

Substitutter er et produkt eller tjeneste som kan tilfredsstillende tilsvarende behov som panteautomatene eller sorteringsmaskinene som TOMRA tilbyr. Per dags dato finnes det ikke mange som kan erstatte løsningen knyttet til å sortering og gjenvinning like effektivt som TOMRA. Samtidig kan det være vanskelig å spå nye substitutter innenfor teknologi, og bedre løsninger kan oppstå uventet.

Trusselen fra substitutter kan tolkes som lav.

Trussel fra leverandør

Trussel fra leverandører handler om graden av forhandlingsmakt som ligger hos leverandøren. Jo mer makt leverandøren har, jo mer kan de presse prisene, hvilket fører til en lavere lønnsomhetsmargin hos bedriftene. Leverandører med mye makt kan derfor være en trussel mot profittmulighetene i bransjen.

TOMRA har ulike leverandører avhengig av hvor i verden de opererer. Størsteparten av leveransen innebærer innsatsfaktorer som brukes i produksjonen av maskinene de produserer til pant, sortering og gjenvinning. TOMRA fokuserer på å bygge sterke og langvarige relasjoner til leverandørene sine, hvilket gjør at barrieren for å bytte leverandør blir høy. Gode relasjoner er viktig for gunstige utfall i forhandlinger og TOMRA står dermed i en god posisjon. Samtidig er de anerkjente og har stor troverdighet i bransjen, hvilket gjør leverandørene lojale.

Trusselen fra leverandør kan tolkes som moderat/lav.

Trussel fra kunder

Den siste konkurransekraften inkluderer graden av kundenes forhandlingsmakt. Mektige kunder kan redusere profittmulighetene i et marked ved å kreve høyere kvalitet eller lavere pris. Dette kan være en trussel mot lønnsomheten. Kundegruppen til TOMRA består hovedsakelig av dagligvarekjeder. Butikkjedene betraktes som store kunder og det kjempes om et fåtall kontrakter med store volum. Normalt sett bruker en butikkjede samme leverandør nasjonalt, men på et internasjonalt nivå kan de foretrekke ulike leverandører avhengig av hvilket land det gjelder. Derfor vil butikkjedene ha en stor innflytelse på TOMRA ved at de er i posisjon til å forhandle seg til gunstige kjøpsavtaler.

Panteautomatmarkedet går inn under et nisjesegment. Kundene har derfor færre alternativer å velge mellom, noe som svekker deres evne til å forhandle. I tillegg har TOMRA over flere tiår bevist at de leverer kvalitet, som står sentralt når butikkjedene skal velge leverandør på lang sikt. TOMRAs ansiennitet i bransjen vil og bidra til å redusere trusselen til kundenes forhandlingsmakt.

Trusselen fra kunder kan tolkes som moderat.

3.2.3 Covid og invasjonen av Ukraina

Da Covid-19 slo til tidlig i 2020, hadde TOMRA en proaktiv respons allerede i januar samme år. Selskapet implementerte en omfattende krisehåndteringsplan med fokus på å takle de organisatoriske utfordringene som pandemien førte med seg. Dette i kombinasjon med tillit i langsiktige forretningsforhold, resulterte i en effektiv drift gjennom pandemien. Driften av TOMRA Food ble noe påvirket av nedstengninger og sosial distansering, men de regnskapsmessige tilbakeslagene ble håndtert med statlig støtte på 38,5 millioner kr. TOMRA holdt seg dermed stabil i alle sine markeder.

Russlands invasjon av Ukraina utløste en global krise, preget av økonomiske sanksjoner, uro i energimarkedene og inflasjonsnivåer som nådde historiske høyder. Takket være fleksibilitet i

forsyningskjedene og et vedvarende fokus på teknologiinvesteringer, har virksomheten opplevd minimal påvirkning som følge av krigssituasjonen. TOMRA har nøye overvåket situasjonen, og implementert tiltak for å håndtere sanksjonene, hvilket har resultert i at selskapets inntekter og overskudd bare har blitt moderat påvirket av krigssituasjonen. Ingen av selskapets viktige balanseposter anses å være spesielt sårbare som følge av krisen. De har en sunn margin i lånebetingelsene sine, og robuste likviditetsreserver. TOMRA selv har ikke identifisert noen bekymringer knyttet til fremtidig drift (TOMRA, 2024).

3.3 Oppsummering - SWOT

For å oppsummere den interne og eksterne analysen har vi benyttet SWOT-modellen. En SWOT-analyse identifiserer en bedrifts styrker, svakheter, muligheter og trusler.

STRENGTHS	WEAKNESSES
<ul style="list-style-type: none"> • PANTEMASKINER • VERDIKJEDE • TEKNOLOGI • FINANSIELLE RESSURSER • MERKEVARE 	<ul style="list-style-type: none"> • SÅRBAR FOR REGULERINGER • IMITERBAR TEKNOLOGI • FØLSOM FOR VALUTAENDRINGER
OPPORTUNITIES	THREATS
<ul style="list-style-type: none"> • NYE LAND OG MARKEDER • LOVGIVNINGER OG REGULERINGER SOM ÅPNER FOR PANTELØSNINGER • BRUKE SAMME TEKNOLOGI PÅ ANDRE OMRÅDER 	<ul style="list-style-type: none"> • CYBERANGREP • EU-REGULERINGER • VALUTAENDRINGER

Figur 7: SWOT oppsummering

4 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen gir oss innsikt i selskapets økonomiske situasjon. Vi vil i denne analysen se på TOMRAs lønnsomhet, likviditet, finansiering og soliditet. Analysen baserer seg på regnskapstallene fra 2019 til 2023.

Som nevnt tidligere ble TOMRA i 2023 rammet av et cyberangrep, samtidig gjennomgikk de en restrukturering av TOMRA Food. Dette resulterte i betydelige engangskostnader. Vi har valgt å

vide både faktiske og justerte tall for 2023. Vi mener at de justerte tallene gir et bedre bilde av TOMRAs økonomiske posisjon, da de ekskluderer engangskostnader som ikke forventes å vedvare. Det er derfor disse justerte tallene vi benytter i den videre regnskapsanalysen.

4.1 Lønnsomhet

Lønnsomhet er en bedrifts evne til å generere overskudd. Investorer søker selskaper som ikke bare har bærekraftige inntektsstrømmer, men også effektiv kostnadshåndtering. En lønnsomhetsanalyse er viktig for å signalisere til investorer hvordan selskapet håndterer disse aspektene, og det er derfor en god måte å anskaffe egenkapital. For å analysere lønnsomheten, vil vi beregne noen sentrale nøkkeltall. Analysen tar for seg total kapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og driftsmargin.

4.1.1 Total kapitalrentabilitet

Total kapitalrentabiliteten er et sentralt lønnsomhetstall som reflekterer hvor effektivt ledelsen og de ansatte forvalter et selskaps ressurser, uavhengig av kapitalstrukturen (Knardal & Sending, 2022). Høy total kapitalrentabilitet tilsvarer høy avkastning på den gjennomsnittlige total kapitalen. Verdien av avkastningen bør være høyere enn summen av risikofri rente og en risikopremie. Formelen for total kapitalrentabiliteten er som følger:

$$\frac{\text{Resultat før skatt} + \text{Finanskostnader}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}} * 100 \%$$

(MNØK)	2023 JUSTERT	2023	2022	2021	2020	2019
RESULTAT FØR SKATT	1 480,0	987,0	1 401,0	1 524	1 070,0	1 130,0
FINANSKOSTNADER	218,7	218,7	110,1	105,9	231,3	74,7
TOTALKAPITAL UB	16 512,0	16 512,0	13 933,0	11 588,9	10 978,8	10 867,7
TOTALKAPITAL IB	13 933,0	13 933,0	11 588,9	10 987,8	10 867,7	9 594,8
TOTALKAPITALRENTABILITET	11,2 %	7,9 %	11,8 %	14,4 %	11,9 %	11,8 %

Tabell 1: Total kapitalrentabilitet

Som vist i tabell 1 har TOMRA hatt en relativt stabil og høy total kapitalrentabilitet over de siste fem årene. For 2023 er tallet lavere enn de fire foregående årene, men ser vi på den justerte endres den til 11,2 %, som igjen er å regne som et godt tall for TOMRA.

4.1.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet er en finansiell nøkkelindikator som måler hvor effektivt et selskap genererer avkastning på egenkapitalen som eierne har investert (Knardal & Sending, 2022). Egenkapitalrentabiliteten bør ideelt sett være høyere enn total kapitalrentabilitet, da investorene tar på seg en høyere grad av risiko. Isolert sett indikerer høy egenkapitalrentabilitet god lønnsomhet og lav egenkapitalrentabilitet indikerer det motsatte. Formelen er som følger:

$$\frac{\text{Årsresultat}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} * 100 \%$$

(MNOK)	2023 JUSTERT	2023	2022	2021	2020	2019
ÅRSRESULTAT	1 244,0	750,0	1 067,6	1 132,5	798,2	858,3
EGENKAPITAL UB	6 904,3	6 904,3	6 572,0	6 164,2	5 591,2	5 246,7
EGENKAPITAL IB	6 572,0	6 572,0	6 164,2	5 591,2	5 246,7	5 236,2
EGENKAPITALRENTABILITET ETTER SKATT	18,46 %	11,13 %	16,76 %	19,27 %	14,73 %	16,38 %
EGENKAPITALRENTABILITET ETTER SKATT EKSKL. NCI	18,30 %	10,70 %	16,60 %	19,10 %	14,80 %	16,20 %

Tabell 2: Egenkapitalrentabilitet etter skatt

Ved beregningen av egenkapitalrentabilitet har vi fjernet *non-controlling interest* (NCI) fra årsresultatet og den totale egenkapitalen. Dette har vi gjort fordi NCI representerer egenkapitalandeler i et datterselskap som tilhører eksterne investorer eller minoritetsaksjonærer, og ikke direkte til TOMRA (Rolfsen, 2024). Basert på tabell 2 ser vi at TOMRA i 2023 har en lavere egenkapitalrentabilitet enn de tidligere årene. Ser vi på 2023 justert, er den økt til 18,3 %, hvilket betyr at de i 2023 har hatt en høyere avkastning på egenkapitalen.

4.1.3 Driftsmargin

Driftsmargin er et nøkkeltall som tar for seg driftsresultat i prosent av driftsinntekter. Nøkkeltallet gir innsikt i hvor effektivt bedriften genererer avkastning for hver krone som omsettes, før renter og skatt. Formelen for driftsmargin er som følger:

$$\frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} * 100 \%$$

(MNOK)	2023 JUSTERT	2023	2022	2021	2020	2019
DRIFTSINNTEKT	14 756,0	14 756,0	12 188,0	10 908,7	9941,3	9346,3
DRIFTSKOSTNAD	13 089,8	13 583,8	10 738,0	9356,2	8641,1	8169,0
DRIFTSRESULTAT	1 666,2	1379,0	1625,0	1769,0	1300,2	1177,3
DRIFTSMARGIN	11,29 %	9,35 %	13,33 %	16,22 %	15,31 %	12,60 %

Tabell 3: Driftsmargin

Driftsmarginene har ligget stabilt mellom 12 og 16 % de siste fem årene. Vi ser at den justerte driftsmarginen er lavere enn de tidligere årene, men nedgangen er ikke kritisk da en driftsmargin på 11,29 % fremdeles kan anses som en god margin.

4.1.4 Oppsummering av lønnsomhet

TOMRAs lønnsomhet har ligget stabilt i 2023. Ser vi på de faktiske tallene for 2023 er lønnsomheten redusert, men som nevnt i innledningen mener vi de justerte tallene gir et bedre bilde av lønnsomheten. Totalkapitalrentabiliteten og driftsmarginen er noe lavere enn de tidligere årene, samtidig som egenkapitalrentabiliteten er høyere. Oppsummert kan vi si at TOMRA har hatt en jevn utvikling med god lønnsomhet.

4.2 Likviditet

Ved å analysere likviditeten til TOMRA kan vi få innblikk i hvorvidt de evner å innfri betalingsforpliktelsene sine, som skatt, lønn og regninger.

4.2.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 beskriver forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Tallet forteller oss om bedriften evner å betale sin kortsiktige gjeld umiddelbart. Helst bør dette tallet være over 2, men det er ikke kritisk dersom det er lavere. Formelen er som følger:

$$\frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}} * 100 \%$$

(MNOK)	2023	2022	2021	2020	2019
KORTSIKTIG GJELD	5 409,0	3 804,0	3 758,7	2 821,4	2 444,0
OMLØPSMIDLER	8 039,0	6 682,0	5 254,6	4 407,6	4 343,5
LIKVIDITETSGRAD 1	1,49	1,76	1,4	1,56	1,78

Tabell 4: Likviditetsgrad 1

TOMRA har en historisk stabil likviditetsgrad de siste fem årene med et gjennomsnitt på 1,6. Selskapets likviditetsgrad på mellom 1,4 og 1,78 er over det vanlige i Norge på mellom 1,1 og 1,3. Hvilket tilser at selskapet har relativt god likviditet.

4.3 Finansiering og soliditet

Finansiering handler om å innhente kapital for å kunne gjennomføre prosjekter eller aktiviteter utover det selskapet har ressurser til. Ved å se på finansieringen får vi et bilde av hvordan kapitalen er anskaffet og anvendt. Soliditet viser til en bedrifts evne til å tåle tap dersom det skulle oppstå dårligere perioder. Vi skal i denne delen se på finansieringsgrad 1, egenkapitalandelen, gjeldsgraden og rentedeckningsgraden.

4.3.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 viser i hvilken grad anleggsmidler er langsiktig finansiert, det vil si gjennom egenkapital og langsiktig gjeld. Dersom verdien av nøkkeltallet er 1, vil det si at alle anleggsmidler er langsiktig finansiert. Ideelt bør verdien ligge under 1, som betyr at en andel av omløpsmidlene også er finansiert gjennom langsiktig kapital. Verdier over 1 vil si at en del av

anleggsmidlene er finansiert gjennom kortsiktig kapital, hvilket kan skape betalingsproblemer og gå negativt ut over selskapets resultat og likviditet. Formelen for finansieringsgrad 1 er som følger:

$$\frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Egenkapital} + \text{Langsiktig lån}} * 100 \%$$

(MNOK)	2023	2022	2021	2020	2019
ANLEGGSMIDLER	8475,0	7251,0	6334,3	6569,2	6523,9
EGENKAPITAL	6904,0	6572,0	6164,2	5591,2	5246,7
LANGSIKTIG LÅN	4199,0	3557,0	1666,0	2564,2	3177,0
FINANSIERINGSGRAD 1	0,76	0,72	0,81	0,81	0,77

Tabell 5: Finansieringsgrad 1

Av tabell 5 ser vi at TOMRA har en finansieringsgrad godt under kravet på < 1. Dette er positivt, og forteller oss at selskapet har en solid finansiering av både anleggsmidler og omløpsmidler, hvilket legger grunnlaget for god likviditet og videre vekst.

4.3.2 Egenkapitalandel

Egenkapitalandel viser til hvor mye av eiendelene som er finansiert med egenkapital. Dette tallet er en indikator på langsiktig stabilitet, og forteller oss i hvilken grad selskapet er avhengig av finansiering gjennom aksjonærer. Dersom det er brukt en større grad av gjeld for å finansiere eiendelene vil egenkapitalandelen være lav, omvendt vil den være høy dersom selskapet har finansiert sine eiendeler i større grad med egenkapital. Formelen er som følger:

$$\frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} * 100 \%$$

(MNOK)	2023	2022	2021	2020	2019
EGENKAPITAL	6 904,0	6 572,0	6 164,2	5 591,2	5 246,7
GJELD	9 608,0	7 361,0	5 424,7	5 385,6	5 621,0
TOTALKAPITAL	16 512,0	13 933,0	11 588,9	10 976,8	10 867,7
EGENKAPITALANDEL	41,81 %	47,17 %	53,19 %	50,94 %	48,28 %

Tabell 6: Egenkapitalandel

TOMRA har hatt en stabil egenkapitalandel på rundt 50 %. Vi ser en reduksjon på 5,36 % fra 2022 til 2023. Dette skyldes i hovedsak en 30 % økning i gjeld fra 2022 til 2023. Ved å se på balansen per 31.12.23 ser vi at den kortsiktige gjelden har økt med 42 % og er dermed hovedgrunnen til en lavere egenkapitalandel. En lavere egenkapitalandel viser til at TOMRA er mer avhengig av ekstern finansiering.

4.3.3 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden beskriver forholdet mellom andelen gjeld og egenkapital i et selskap. Nærmere forklart vil dette si hvor mye av eiendelene som er finansiert gjennom lån og aksjonærenes innskudd i forhold til selskapets egenkapital. Lavere gjeldsgrad gir sterkere soliditet, da investeringer gjort med gjeld er mer risikable enn ved egenkapitalinvesteringer. Formelen for gjeldsgrad er som følger:

$$\frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}} * 100 \%$$

(MNOK)	2023	2022	2021	2020	2019
GJELD	9608,0	7361,0	5424,7	5385,6	5621,0
EGENKAPITAL	6904,0	6572,0	6164,2	5591,2	5246,7
GJELDSGRAD	1,39	1,12	0,88	0,96	1,07

Tabell 7: Gjeldsgrad

Det har vært en økning i gjeldsgrad fra 0,88 til 1,39 de siste to årene. Dette skyldes en økning i gjeldsandelen, hovedsakelig kortsiktig gjeld. Dette gjør selskapet mer sensitiv for renterisiko.

4.3.4 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad er et nøkkeltall som viser selskapets evne til å betale sine renteforpliktelser.

En høy rentedekningsgrad er positivt ettersom det forteller oss at selskapet klarer å innfri sine forpliktelser. Rentedekningsgraden bør være over 1 da det gir et positivt resultat før skatt.

Formelen er som følger:

$$\frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{Rentekostnad}}{\text{Rentekostnad}} * 100 \%$$

(MNOK)	2023 JUSTERT	2023	2022	2021	2020	2019
RESULTAT FØR SKATT	1 481,0	987,0	1 401,0	1 524,0	1 070,0	1 130,0
RENTEKOSTNADER	114,9	114,9	34,4	18,5	14,2	20,3
RENTEDEKNINGSGRAD	13,89	9,59	41,73	83,38	76,35	56,67

Tabell 8: Rentedekningsgrad

Av tabell 8 ser vi at selskapet har hatt en høy rentedekningsgrad over de siste fem årene. Fra 2019 til 2021 er rentedekningsgraden høy og stigende, hvilket sammenfaller med synkende styringsrente og dermed lavere rentekostnader (Norges Bank, 2024). Etter 2021 ser vi at rentekostnadene øker samtidig som resultat før skatt reduseres. Dette fører til en lavere rentedekningsgrad i 2022 og 2023. Dersom en betrakter det justerte resultatet for 2023, blir tallet noe høyere, men likevel lavt sammenlignet med før 2022. Dette sammenfaller også med den økende styringsrenten og nedgangsperioden i norsk økonomi for perioden. Tallene er likevel meget tilfredsstillende med verdier på godt over 1, hvilket forteller at TOMRA har en god rentebetalingssevne.

5 Beregning av avkastningskrav

For å kunne verdsette et selskap, må vi ta stilling til hvilket avkastningskrav som skal benyttes i investeringskalkylen. Avkastningskravet reflekterer avkastningen aksjonærene forventer å få på sin investerte kapital, justert for risiko.

5.1 Kapitalverdimodellen

Capital Asset Pricing Model (CAPM) som oversettes til kapitalverdimodellen, beskriver forholdet mellom forventet avkastning og risikoen som følger ved å investere i aksjemarkedet (CFI, u.å). Modellen brukes for å finne avkastningskrav til børsnoterte, likvide selskaper.

Formelen for CAPM er som følger:

$$R_E = R_f + \beta * [R_m - R_f]$$

Der:

R_E = Avkastningskravet til egenkapitalen

R_f = Risikofri rente

β = Aksjens systematiske risiko, Beta

R_m = Forventet avkastning i markedet

$[R_m - R_f]$ = Markedets risikopremie

5.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er den avkastningen det forventes å få på en risikofri investering. En risikofri investering tilsier en fast rente uten fluktasjoner. Fordi det generelle markedet har rentesvingninger, regnes gjerne den risikofrie renten å være lik kupongrenten på statsobligasjoner. Kupongrenten er forhåndsbestemt, og endres ikke i løpet av levetiden til obligasjonen. En slik statsobligasjon er tilnærmet risikofri ettersom det antas å være sikkert at staten vil tilbakebetale lån. For norske bedrifter er det vanligst å bruke kupongrenten til en 10-

årlig statsobligasjon (PwC, 2023). Per 31.12.2023 er denne på 3.254 %, og det er følgelig denne renten vi vil bruke videre i våre beregninger (Norges Bank, u.d.).

5.1.2 Beta

Beta er et mål på den markedsrelaterte risikoen for en aksje, også kalt systematisk risiko. Betaen for en aksje kan beregnes basert på avkastningstall for aksjen mot markedet. Den blir deretter benyttet for å se samvariasjonen mellom aksjen og det gitte markedet. Ettersom TOMRA er børsnotert, vil det være relevant å beregne aksjens beta opp mot Oslo børs. En skiller mellom tre forskjellige samvariasjoner:

$\beta < 1 \rightarrow$ aksjen varierer mindre enn markedet

$\beta = 1 \rightarrow$ aksjen varierer med markedet

$\beta > 1 \rightarrow$ aksjen varierer mer enn markedet

Dersom aksjen varierer mer enn markedet, tyder det på en risikabel investering. En høy beta kan være et resultat av selskapets driftsrisiko. En annen påvirkning kan være finansiell risiko i form av høy gjeldsgrad. For å beregne beta, kan følgende formel benyttes:

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

Der:

$R_m =$ Avkastningen til markedet

$R_i =$ Avkastningen til TOMRA

Vi har basert beregningen på månedlige data for de siste fem årene. Alternativt kan en velge å basere beregningen på daglig eller ukentlig data. Ved å benytte månedlig data, unngås kortsiktig støy fra hendelser som nyheter og kvartalsrapporter. Slik gis et tydeligere bilde av selskapets systematiske risiko. Det er viktig med en passende lengde på tidsintervallet. Et for kort intervall kan føre til at enkelthendelser påvirker betaen unødig, og et for langt intervall kan gjøre dataen irrelevant. Kovarians og varians blir dermed beregnet basert på 59 månedlige datapunkter fra

Yahoo Finance fra de siste fem årene. Den innsamlede dataen gir en kovarians mellom OSEBX og TOMRA på 0,001168957 og en markedsvarians på 0,002087478 som gir følgende utregning av aksjens beta:

$$\frac{0,001168957}{0,002087478} = 0,55998548 \approx 0,56$$

Beta på 0,56 betyr at TOMRAs aksje er mindre volatil enn markedet. Eksempelvis vil en 1 % endring på OSEBX indeksen tilsvare en 0,56 % endring i TOMRAs aksje, som tyder på at TOMRA er en mindre risikabel investering,

5.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie viser differansen mellom forventet avkastning på markedsporteføljen og risikofri rente. Med andre ord er det den avkastningen en investor krever for å investere i et risikofyllt marked i stedet for en risikofri investering i eksempelvis statsobligasjoner. Formelen for markedets risikopremie er som følger:

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

PwC og Forening for finansfag Norge (FFN) gjennomfører årlig undersøkelsen «Risikopremien i det norske markedet» for å kartlegge markedsrisikopremien på Oslo Børs (PwC, 2023).

Undersøkelsen er basert på svar fra 146 av ca. 1000 FNN-medlemmer. I 2015 ble denne vurdert til 5 %, og har tross skiftende markedsforhold forblitt uendret de siste ni årene. Vi vil derfor benytte oss av denne verdien for markedsrisikopremien i de kommende beregningene.

5.1.4 Avkastningskravet til egenkapitalen

Avkastningskravet til egenkapitalen er den laveste avkastningen investorene krever for å godta en investering. Vi har ovenfor beregnet de ulike komponentene som inngår i denne formelen, som gjør at vi videre kan beregne avkastningskravet til egenkapitalen:

$$R_e = R_f + \beta * [R_m - R_f]$$

$$R_e = 3.254 \% + 0,56 * 5 \% = 6,05 \%$$

5.2 WACC

WACC står for *Weighted Average Cost of Capital* og benyttes for å beregne avkastningskravet til total kapitalen. Det gjøres ved å vekte gjennomsnittet av kostnaden for egenkapitalen og kostnaden for gjeld. Avkastningskravet reflekterer risikoen til investeringen. Dermed vil en høyere risiko gi en høyere WACC. Formelen er som følger:

$$\frac{EK}{EK + G} * K_{EK} + \frac{G}{EK + G} * K_G * (1 - t_c)$$

Vi har ved bruk av kapitalverdimodellen beregnet oss frem til et avkastningskrav på 6,05 %. Dette multipliserer vi så med egenkapitalandelen for å finne kostnaden til egenkapitalen. Videre multipliserer vi gjeldsandelen med kostnaden på gjelden. Denne har vi funnet ved å dividere selskapets rentekostnader på 114,9 millioner på selskapets langsiktig rentebærende gjeld på 2 577,3 millioner, hvilket gir en gjeldskostnad på 4,458 %. Dette multipliserer vi så med 1 minus skattesatsen på 22 %.

$$41,81 \% \cdot 6,05 \% + 58,19 \% \cdot 4,46 \% \cdot (1 - 0,22) = 4,55 \%$$

Vi får et avkastningskrav på total kapitalen på 4,55 %. Det er følgelig avkastningskravet vi skal bruke videre for å diskontere fremtidige kontantstrømmer.

6. Prognose av fremtidige kontantstrømmer

Videre skal vi fremstille en prognose av fremtidige kontantstrømmer. Dette vil vi gjøre ved å utarbeide en prognose av fremtidige inntekter og kostnader for de neste fem årene, altså perioden fra 2024 til 2028.

6.1 Driftsinntekter

Tabellen nedenfor viser utviklingen av driftsinntektene til TOMRA i perioden 2018-2023. Vi har brukt disse tallene for å kunne beregne den gjennomsnittlige veksten, som vi videre vil bruke for å kunne estimere de fremtidige driftsinntektene.

HISTORISK (MNOK)	2023	2022	2021	2020	2019	2018
DRIFTSINTEKTER	14 756,0	12 188,0	10 908,7	9 941,3	9 346,3	8 595,8
% VEKST	21,07 %	11,73 %	9,73 %	6,37 %	8,73 %	
GJENNOMSNIITT	11,526 %					

Tabell 9: Gjennomsnittlig vekst driftsinntekter

Vi får en gjennomsnittlig vekst på 11,526 % for de fem siste årene. Vi ser av tabellen at det var en 2,36 % nedgang i veksten på driftsinntektene fra 2019 til 2020. I årsrapporten fra 2020 begrunner TOMRA dette i Covid-19 pandemien som satte en kortsiktig stopper for blant annet operasjoner i Kina (TOMRA, 2020). Spesielt tydelig er veksten i driftsinntekter på hele 21,07 % fra 2022 til 2023. Sett bort ifra 2020 ser vi at de har opplevd en stabil vekst i driftsinntektene, samt en større vekst i 2023. Vi mener dermed at det vil gi et bedre estimat å ekskludere veksten fra 2020 ettersom dette gir et lavere gjennomsnitt. Ved å ekskludere 2020 og kun beregne gjennomsnittet på de resterende fire årene får vi en gjennomsnittlig vekst på 12,815 %. Vi mener dette er et mer representativt tall til bruk av estimering av de fremtidige driftsinntektene, og vi har følgelig brukt denne prosentsatsen i videre beregninger.

PROGNOSE (MNOK)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
DRIFTSINTEKTER	14 756,0	16 647,0	18 780,3	21 187,0	23 902,1	26 965,2
% VEKST	21,07 %	12,815 %	12,815 %	12,815 %	12,815 %	12,815 %

Tabell 10: Prognose av fremtidige driftsinntekter

6.2 Driftskostnader

6.2.1 Totale driftskostnader

Tabell 11 viser hvor stor andel driftskostnadene har vært av driftsinntektene de siste fem årene. Vi har beregnet et gjennomsnitt av andelene for å fastsette et estimat av fremtidige verdier av driftskostnader.

HISTORISK (MNOK)	2023 JUSTERT	2023	2022	2021	2020	2019
DRIFTSKOSTNADER	13 090,0	13 584,0	10 738,1	9 356,2	8 641,1	8 160,0
DRIFTSINNTEKTER	14 756,0	14 756,0	12 188,0	10 908,7	9 941,3	9 346,3
% AV DRIFTSINNTEKTER	88,7 %	92,1 %	88,1 %	85,8 %	86,9 %	87,3 %
GJENNOMSNIITT	87,4 %					

Tabell 11: Gjennomsnittlig andel driftskostnader av driftsinntekter

Som det fremkommer i tabellen har driftskostnadene vært en stabil andel av driftsinntektene de siste fem årene, mellom 85 og 92,1 %. Gjennomsnittlig prosentandel på 87,4 % av estimerte driftsinntekter vil dermed bli brukt som et estimat for fremtidige driftskostnader.

PROGNOSE (MNOK)	2023 JUSTERT	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
DRIFTSKOSTNADER	13 090,0	14 543,1	16 406,8	18 509,4	20 881,4	23 557,3
DRIFTSINNTEKTER	14 756,0	16 647,0	18 780,3	21 187,0	23 902,1	26 965,2
% AV DRIFTSINNTEKTER	88,7 %	87,4 %	87,4 %	87,4 %	87,4 %	87,4 %

Tabell 12: Prognose av fremtidige driftskostnader

6.2.2 Varekostnader

For å beregne fremtidige varekostnader, tar vi utgangspunkt i de historiske varekostnadene i forhold til de totale driftskostnadene. Videre benytter vi den gjennomsnittlige andelen til å estimere hvordan varekostnadene kommer til å utvikle seg.

HISTORISK (MNOK)	2023	2022	2021	2020	2019
VAREKOSTANDER	5 990,8	5 056,2	4 343,8	3 829,6	3 625,7
TOTALE DRIFTSKOSTANDER	13 090,0	10 738,1	9 356,2	8 641,1	8 160,0
% AV DRIFTSKOSTNADER	45,8 %	47,1 %	46,4 %	44,3 %	44,4 %
GJENNOMSNIITT	45,6 %				

Tabell 13: Gjennomsnittlig varekostnad av driftskostnader

PROGNOSE (MNOK)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
VAREKOSTNADER	5 990,8	6 632,6	7 482,5	8 441,4	9 523,2	10 743,6
DRIFTSKOSTNADER	13 090,0	14 543,1	16 406,8	18 509,4	20 881,4	23 557,3
% AV DRIFTSKOSTNADER	45,8 %	45,6 %	45,6 %	45,6 %	45,6 %	45,6 %

Tabell 14: Prognose av fremtidige varekostnader

6.2.3 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen beskriver selskapets likviditet og er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. For å kunne beregne fremtidig arbeidskapital må vi estimere de fremtidige kundefordringene, varelager og leverandørgjelden ettersom alle disse inngår i omløpsmidlene. Vi vil gjøre dette ved å estimere endringen i de nevnte postene i perioden 2019-2023.

6.3.1 Kundefordringer

De fremtidige estimatene er beregnet ved å kalkulere den gjennomsnittlige andelen av driftsinntektene kundefordringene har utgjort de siste fem årene.

HISTORISK (MNOK)	2023	2022	2021	2020	2019
KUNDEFORDRINGER	3 077,4	2 757,4	2 149,7	1 521,0	1 511,2
DRIFTSINTEKTER	14 756,0	12 188,0	10 908,7	9 941,3	9 346,3
% ANDEL AV DRIFTSINTEKTER	20,9 %	22,6 %	19,7 %	15,3 %	16,2 %
GJENNOMSNIITT	18,9 %				

Tabell 15: Gjennomsnittlig kundefordringer av driftsinntekter

Denne beregningen gir et gjennomsnitt på 18,9 %, og er grunnlaget for beregningen for de kommende fem årene.

PROGNOSE (MNOK)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
KUNDEFORDRINGER	3 077,4	3 151,4	3 555,3	4 010,9	4 524,9	5 104,7
DRIFTSINTEKTER	14 756,0	16 647,0	18 780,3	21 187,0	23 902,1	26 965,2
% ANDEL AV DRIFTSINTEKTER	20,9%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%

Tabell 16: Prognose av fremtidige kundefordringer

6.3.2 Varelager

De fremtidige estimatene av varelageret er beregnet på samme måte som kundefordringene. Vi har beregnet hvor stor prosentandel varelageret utgjør av varekostnadene for perioden 2019-2023.

HISTORISK (MNOK)	2023	2022	2021	2020	2019
VARELAGER	2 669,0	2 369,7	2 883,4	1 492,4	1 596,1
VAREKOSTNADER	5 990,8	5 056,2	4 343,8	3 829,6	3 625,7
% AV VAREKOSTANDER	44,6 %	46,9 %	66,4 %	39,0 %	44,0 %
GJENNOMSNIITT	48,2 %				

Tabell 17: Gjennomsnittlig varelager av varekostnader

Gjennomsnittlig verdi på 48,2 % benyttes for å estimere fremtidig varelager, som illustrert i tabell 18.

PROGNOSE (MNOK)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
VARELAGER	2 669,0	3 194,1	3 603,5	4 065,2	4 586,2	5 173,9
VAREKOSTNADER	5 990,8	6 632,6	7 482,5	8 441,4	9 523,2	10 743,6
% AV VAREKOSTNADER	44,6%	48,2%	48,2%	48,2%	48,2%	48,2%

Tabell 18: Prognose av fremtidig varelager

6.3.3 Leverandørgjeld

(MNOK)	2023	2022	2021	2020	2019
LEVERANDØRGJELD	826,0	656,8	644,2	552,8	502,0
VAREKOSTNAD	5 990,8	5 062,2	4 343,8	3 829,6	3 625,7
% AV VAREKOSTNAD	13,8 %	12,97 %	14,83 %	14,43 %	13,85 %
GJENNOMSNIITT	13,98 %				

Tabell 19: Gjennomsnittlig leverandørgjeld av varekostnad

For å estimere fremtidig leverandørgjeld, har vi beregnet hvilken andel leverandørgjelden har utgjort av varekostnaden for de siste fem årene. Dette gir en gjennomsnittlig andel på 13,98 %. Vi benytter dette for å beregne hvilken andel av den estimerte varekostnaden leverandørgjelden vil utgjøre for 2024-2028.

(MNOK)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
LEVERANDØRGJELD	826,0	927,1	1 045,9	1 179,9	1 331,1	1 501,7
VAREKOSTNAD	5 990,9	6 632,6	7 482,5	8 441,4	9 535,2	10 743,6
% AV VAREKOSTNAD	13,8 %	13,98 %	13,98 %	13,98 %	13,98 %	13,98 %

Tabell 20: Prognose av fremtidig leverandørgjeld

6.3.4 Oversikt arbeidskapital

Nå som vi har alle estimatene som inngår i omløpsmidlene kan vi estimere fremtidig arbeidskapital. Arbeidskapital er definert som varelager minus leverandørgjeld og kundefordringer. Tabell 21 viser historisk arbeidskapital de siste 5 årene, samt endringen i arbeidskapitalen. For å estimere fremtidig arbeidskapital, ble det tatt utgangspunkt i gjennomsnittlig andel av driftsinntekter. Dette gir en prosent på 32,6 %, som er grunnlaget for estimeringen de neste fem årene.

HISTORISK (MNOK)	2023	2022	2021	2020	2019
ARBEIDSKAPITAL	4 920,4	4 470,3	4 388,9	2 460,6	2 605,3
ENDRING ARBEIDSKAPITAL	450,1	81,4	1 928,3	-144,7	
DRIFTSINTEKTER	14 756,0	12 188,0	10 908,7	9 941,3	9 346,3
% AV DRIFTSINTEKTER	33,3 %	36,7 %	40,2 %	24,8 %	27,9 %
GJENNOMSITT	32,6 %				

Tabell 21: Gjennomsnittlig arbeidskapital av driftsinntekter

PROGNOSE (MNOK)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
ARBEIDSKAPITAL	4 920,4	5 423,0	6 118,0	6 902,0	7 786,5	8 784,3
ENDRING ARBEIDSKAPITAL	450,1	502,6	695,0	784,0	884,5	997,8
DRIFTSINNEKTER	14 756,0	16 647,0	18 780,3	21 187,00	23 902,1	26 965,2
% AV DRIFTSINNEKTER	33,3 %	32,6 %	32,6 %	32,6 %	32,6 %	32,6 %

Tabell 22: Prognose av fremtidig arbeidskapital

6.4 Skatt

Ved estimering av fremtidige kontantstrømmer antar vi at skattesatsen vil holde seg på 22 %.

6.5 Avskrivninger og nedskrivninger

For å beregne fremtidige avskrivninger og nedskrivninger har vi sett på veksten i de totale verdijusteringene fra 2018 til 2023.

HISTORISK (MNOK)	2023	2022	2021	2020	2019	2018
AVSKRIVNINGER	903,0	735,6	634,7	638,9	556,0	279,0
NEDSKRIVNINGER	207,0	175,5	220,1	227,8	215,8	174,0
TOTALE VERDIJUSTERINGER	1 110,0	911,0	854,8	866,7	771,8	453,0
% VEKST	21,8 %	6,6 %	-1,37 %	12,3 %	70,4 %	
GJENNOMSNIITT	21,9 %					

Tabell 23: Gjennomsnittlig verdijustering

Den prosentvise endringen i totale verdijusteringer fra år til år er store. Av tabell 23 ser vi at det hovedsakelig er verdiene for 2018 som er signifikant forskjellige fra de resterende. Vi ser det derfor likevel som mest hensiktsmessig å benytte den gjennomsnittlige veksten.

PROGNOSE (MNOK)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
TOTALE VERDIJUSTERINGER	1 110,0	1 353,6	1 650,6	2 012,8	2 454,4	2 993,0
% VEKST	21,8 %	21,9 %	21,9 %	21,9 %	21,9 %	21,9 %

Tabell 24: Prognose av fremtidig verdijusteringer

6.6 Investeringer

Den siste beregningen vi trenger for å anslå fremtidige kontantstrømmer er estimatet av fremtidige investeringer. For å estimere disse har vi valgt å se på hvor stor andelen investeringer, gjerne kalt *Capital Expendure* (CapEx), er av driftsinntektene. CapEx representerer endringen i anleggsmidler pluss de totale verdijusteringene.

(MNOK)	2023	2022	2021	2020	2019
CAPEX	2 334,0	1 827,8	619,9	912,0	1 859,2
DRIFTSINNTEKTER	14 756,0	12 188,0	10 908,70	9 941,30	9 346,30
% AV DRIFTSINNTEKT	15,82%	15,00%	5,68%	9,17%	19,89%
GJENNOMSNIITT	13,11%				

Tabell 25: Gjennomsnittlig CapEx av driftsinntekter

Vi ser at CapEx har ligget mellom 5,68 og 19,89 % de siste fem årene. Dette gir oss et gjennomsnitt på 13,11 %. Det er sannsynlig at investeringene vil variere i fremtiden, med større investeringer noen år enn andre. Vi vil dermed bruke dette gjennomsnittet for å estimere de fremtidige investeringene, ettersom vi mener dette vil gi et rimelig estimat.

(MNOK)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
CAPEX	2 334,0	2 182,9	2 462,6	2 778,2	3 134,2	3 535,8
DRIFTSINNEKTER	14 756,0	16 647,0	18 780,3	21 187,0	23 902,1	26 965,2
% AV DRIFTSINNEKTEKT	15,82%	13,11%	13,11%	13,11%	13,11%	13,11%

Tabell 26: Prognose av fremtidig CapEx

6.7 Frie kontantstrømmer

Tabell 27 gir en oversikt over sammensetning av de foregående prognosene, som illustrerer TOMRAs frie kontantstrøm de neste fem årene. Denne beregningen presenterer kontantstrømmen som selskapet genererer gjennom sin ordinære drift, justert for investeringer.

FRI KONTANTSTRØM	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
DRIFTSINNEKTER	12 188,0	14 756,0	16 674,0	18 780,3	21 187,0	23 902,1	26 965,2
DRIFTSKOSTNADER	10 738,1	13 090,0	14 543,1	16 406,8	18 509,4	20 881,4	23 557,3
EBIT	1 449,9	1 666,0	2 103,9	2 373,5	2 677,6	3 020,7	3 407,9
SKATT	319,0	366,5	462,9	522,2	589,1	664,6	749,7
VERDIJUSTERINGER	911,1	1 110,0	1 353,6	1 650,6	2 012,8	2 454,4	2 993,0
ENDRING I ARBEIDSKAPITAL	81,4	450,1	502,6	695,0	784,0	884,5	997,8
KONTANTSTRØM FRA DRIFT	1 960,6	1 959,4	2 492,0	2 807,0	3 317,3	3 926,1	4 653,3
INVESTERINGER	1 827,8	2 334,0	2 182,9	2 462,6	2 778,2	3 134,2	3 535,8
FRI KONTANTSTRØM	132,8	-374,6	309,2	344,4	539,1	791,9	1 117,5
TERMINALLEDD							43 651,0

Tabell 27: Prognose av fremtidige kontantstrømmer

6.8 Terminalleddet

Vi antar videre at TOMRA kommer til å vokse ut over de fem årene vi har estimert kontantstrømmer for. Vi ønsker å estimere disse kontantstrømmene og diskontere dem til en nåverdi. Til dette benytter vi Gordons formel, som forutsetter at de frie kontantstrømmene etter

2028 vil vokse jevnt inn i det uendelige. Her skal vekstfaktoren g reflektere TOMRAs uendelige fremtidige vekst. Vi antar en vekstfaktor på 2 % som er lik Norges Banks inflasjonsmål.

$$Terminalverdi = \frac{CF}{r - g}$$

Der:
CF = Estimert fri kontantstrøm i 2028
r = WACC
g = vekstfaktor

Når vi setter inn verdiene får vi følgende verdi for terminalleddet:

$$Terminalverdi = \frac{1117,5}{(4,56 \% - 2 \%)}$$

$$Terminalverdi = 43\,651,0$$

7 Sammensetting fundamental verdsettelse

Discounted Cash Flow (DCF) er en verdsettelsesmetode som tar utgangspunkt i estimerte fremtidige kontantstrømmer. Ved å diskontere kontantstrømmene med det beregnede avkastningskravet finner vi verdien av selskapet. Vi benytter nominelle kontantstrømmer for de neste fem årene.

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
FRI KONTANTSTRØM	132,8	-374,6	309,2	344,4	539,1	791,9	1 117,5
TERMINALLEDD							43 651,0
DISKONTERINGSTID		0	1	2	3	4	5
DISKONTERINGSFAKTOR		1	1,037	1,075	1,115	1,156	1,992
VEKST I TERMINALLEDET	2%						
NÅVERDI AV FREMTIDIG KS	2 639,0						
NÅVERDI AV TERMINALLEDD	34 927,4						
SELSKAPSVERDI	37 566,4						
RENTEBÆRENDE GJELD	3 186,7						
VERDI EGENKAPITAL	34 379,7						
ANTALL AKSJER	296						
VERDI PER AKSJE	116						

Tabell 28: DCF

8. Sensitivitetsanalyse og diskusjon

Ved å bruke DCF-metoden beregnet vi en aksjeverdi på 116 kr. Grunnlaget for estimeringen var en vekst på 2 % og et krav til avkastningen på egenkapitalen på 6,05 %. Likevel finnes det flere usikkerheter knyttet til verdsettelsen vår, og gjennom en sensitivitetsanalyse kan vi grundigere se hvordan variablene påvirker aksjeprisen. Det har blitt tatt ulike antakelser ved estimering av avkastningskrav og prognostiseringen av fremtidige kontantstrømmer. Vi vil derfor videre gjennomføre en analyse av hvordan variabler som avkastningskrav, vekst, beta og risikofri rente påvirker aksjeprisen fremover.

Hvordan aksjeprisen avhenger av WACC og vekstfaktor

Tabell 29 viser hvordan små variasjoner i WACC og vekstfaktor g kan medføre ulike verdier for aksjekursen. Årsaken til at vi har valgt å gjøre en sensitivitetsanalyse av disse to faktorene er fordi WACC er diskonteringsrenten og vekstfaktoren g er en del av terminalleddet.

I tabellen kan man se en trinnvis endring på 0,1 % i positiv og negativ retning av både WACC og vekst. Det resulterer i et sannsynlighetsområde mellom 99 og 139 kr for aksjeprisen. En økning i vekstfaktoren øker den beregnede aksjeprisen, mens en økning i avkastningskravet har motsatt effekt.

VEKSTFAKTOR						
		1,80 %	1,90 %	2,00 %	2,10 %	2,20 %
WACC	4,36 %	117	122	127	133	139
	4,46 %	112	117	122	127	132
	4,56 %	108	112	116	121	126
	4,66 %	103	107	111	116	120
	4,76 %	99	103	106	111	115

Tabell 29: Sensitivitetsanalyse av WACC og vekstfaktor

Som vi kan se av tabellen er WACC og g to grunnleggende verdier for DCF-analysen. Ved utregning av WACC kan det oppstå feil i estimeringen ved for eksempel utregningen av beta. Samtidig er fremtiden usikker og det foreligger derfor stor usikkerhet rundt fastsettelsen av vekstfaktoren. EUs nye reguleringer vil kunne påvirke TOMRA i stor grad og hvordan selskapet og markedet vil reagere på eventuelle endringer er vanskelig å si. Ved en økning på 0,1 prosentpoeng i avkastningskravet, fra 4,56 til 4,66 %, synker aksjekursen fra 116 til 111 kr. Dette indikerer at selv minimale endringer i WACC har virkninger på kursmålet. Det er derfor nødvendig å være kritisk til den fundamentale analysen.

Hvordan aksjeprisen avhenger av beta og risikofri rente

Videre vil vi se på hvordan aksjeprisen påvirkes av risikofri rente og betaverdien. Av tabell 30 ser vi at en økning i risikofri rente vil resultere i lavere nåverdi og dermed en lavere aksjekurs. Tilsvarende vil en økning i beta resultere i en økning av selskapets risiko, da det indikerer at TOMRAS aksjekurs er mer sensitiv for svingninger i markedet. Dette vil føre til høyere avkastningskrav som vil gi en lavere nåverdi av fremtidige kontantstrømmer.

RISIKOFRI RENTE						
		2,5 %	3,0 %	3,254 %	3,7 %	4,2 %
BETA	0,36	120	119	119	118	117
	0,46	118	118	117	117	116
	0,56	117	116	116	116	115
	0,96	111	111	111	111	111
	1,26	107	108	108	108	108

Tabell 30: Sensitivitetsanalyse med beta og risikofri rente

9. Kritikk

Før vi konkluderer våre funn fra verdsettelsen, er det naturlig å rette fokus mot de kritikkverdige aspektene ved oppgaven. Innledningsvis ønsker vi å nevne at vi er studenter under utdanning, og verdsettelsen kan bære preg av at vi ikke er ferdig utlærte på det respektive fagområdet. I forlengelse av dette vil også tidsrammen være en begrensende faktor, og vi har måttet gjøre avgrensninger for å overholde tidskravet.

Fraværet av sammenlignbare selskaper vil kunne føre til feil i vår konklusjon. Dette spiller først og fremst ut i vårt valg om å ekskludere en markedsbasert verdsettelse. Å sammenligne prisutfallet fra to verdsettelsesmetoder ville gitt et mer nøyaktig estimat av aksjeprisen. Videre er lønnsomhetsanalysen optimal dersom en kan sammenligne selskapets tall med andre selskaper i samme bransje. Dette ville gitt et bedre bilde av hvordan TOMRAs drift ligger an i forhold til markedet, og hva som eventuelt må forbedres.

Verdsettelsen av TOMRA tar hovedsakelig utgangspunkt i selskapets egne årsrapporter og informasjon fra nettsiden. I den strategiske analysen vil vår oppfatning derfor kunne være farget av hvordan selskapet selv omtaler seg selv og omgivelsene. Dette kan føre til en feilaktig

oppfatning av den strategiske situasjonen, for eksempel ved at vi undervurderer negative aspekter, og overvurderer de positive. Det reelle konkurransebildet kan også bli forvridt når en tar utgangspunkt i kun ett selskaps posisjon.

Også i den fundamentale verdsettelsen eksisterer det en risiko knyttet til bruk av selskapets egne årsrapporter. Det er ikke utenkelig at TOMRA har forsøkt å fremstille en annen virkelighet ved å «plukke og mikse» hvilke tall de fremhever i sine rapporter. Dette kan ha ført til at vi har feilkalkulert enkelte nøkkeltall, eller gått glipp av viktige momenter som er forsøkt dempet.

Det er òg viktig å være oppmerksom på bekreftelsestendensen når en søker informasjon. I dette tilfellet har vi hatt tilgang til den faktiske aksjeprisen til TOMRA den 31.12.2023. Vi står derfor i fare for å ha søkt etter og vektlagt det som bekrefter virkeligheten, heller enn å lete med et kritisk blick og stille spørsmål ved aksjeprisens nøyaktighet.

I vår oppgave har vi beregnet avkastningskravet basert på to viktige faktorer; risikofri rente og beta. Imidlertid er det viktig å kritisk vurdere de valgene som er gjort i denne prosessen, da de har en direkte påvirkning på nøyaktigheten av våre beregninger.

For det første må vi rette et kritisk blick mot valget av den risikofrie renten, som vi har valgt å basere på 10-årige statsobligasjoner. Det kan være begrensninger knyttet til å kun basere seg på denne renten. For eksempel kunne vi utforsket andre løpetider på statsobligasjoner. Ved å undersøke 2-årige eller 30-årige obligasjoner, ville det gitt utslag på den videre beregningen av avkastningskravet.

En annen avgjørende faktor for avkastningskravet er beregningen av beta. Vi har basert vår analyse på månedlige data fra en femårig periode og benyttet OSEBX som markedsindeks. Ved å benytte et kortere tidsintervall, kunne vi fått et mer nøyaktig bilde av selskapets karakteristikk. Bruk av ukentlige eller daglige data ville ha økt antall observasjoner, hvilket ville gitt et mer detaljert bilde.

Avslutningsvis opererer TOMRA i over 100 land, og har derfor flere internasjonale konkurrenter som ikke inngår på Oslo Børs. En mer omfattende tilnærming kunne inkludert en global indeks i vår analyse. Dette ville resultert i en mer fullstendig vurdering av selskapets internasjonale marked, som også ville gitt en annen beta verdi.

10. Konklusjon

Vi har i denne avhandlingen gjennomført flere analyser for å kunne besvare problemstillingen:

«Hva er verdien av TOMRA den 31.12.2023?»

Gjennom den strategiske analysen identifiserte vi TOMRAs styrker, svakheter, muligheter og trusler. Konklusjonen er at TOMRAs største styrker er merkevaren og verdikjeden deres. De operer i et marked som er påvirket av flere makroforhold, blant annet politiske og juridiske. Disse forholdene åpner muligheter for TOMRA, samtidig som det gir trusler for deres videre drift. Det blir dermed viktig for TOMRA å følge med på utviklingen og være omstillingsdyktige.

I regnskapsanalysen vurderte vi lønnsomheten, likviditeten, finansiering og soliditeten. Vi tok utgangspunkt i de justerte tallene for 2023, ettersom vi mener disse gir et bedre utgangspunkt for regnskapsanalysen. Lønnsomheten viste seg å være stabil, der egenkapitalrentabiliteten har økt, samtidig som totalkapitalrentabiliteten og driftsmarginene har hatt en mindre nedgang. Selv om det har vært en nedgang mener vi det ikke er grunn til bekymring, ettersom lønnsomheten har vært stabil og positiv over en lengre periode. Likviditeten har vært god de siste fem årene, og likviditetsgrad 1 ligger godt over gjennomsnittet i Norge. Videre har TOMRA en finansieringsgrad 1 under 1, og en egenkapitalandel på 41,81 %, som er tilfredsstillende. Likevel har gjeldsgraden gått opp, hovedsakelig grunnet økning i den kortsiktige gjelden. Det gjør selskapet mer sensitivt for renterisiko, men TOMRA har en meget tilfredsstillende rentedekningsgrad på 13,89.

Den fundamentale verdsettelsen endte på 116 kr per 31.12.2023. På bakgrunn av denne aksjeprisen er selskapsverdien på 34 340 658 096 kr. Den faktiske verdien av TOMRA per 31.12.2023 var 123,5 kr. Ifølge våre beregninger er dermed aksjen overpriset, men selskapet har gode fremtidsutsikter.

Litteraturliste

- Boye, K., Koekebakker, S., Krakstad, S. O., & Oust, A. (2018). *Finansielle emner*. Oslo : CAPPELEN DAMM.
- CFI. (u.å). *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Hentet fra corporatefinanceinstitute : <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-capm-formula/>
- deloitte. (2023, Mai 31). *Hva er dobbel vesentlighet?* Hentet fra deloitte: <https://www2.deloitte.com/no/no/innsikt/klima-og-barekraft/hva-er-dobbel-vesentlighet.html>
- Deloitte. (u.d.). *Den fjerde revolusjonen er her*. Hentet fra Deloitte.no: <https://www2.deloitte.com/no/no/pages/strategy-operations/articles/den-fjerde-industrielle-revolusjon-er-her.html>
- Erichsen, M., Solberg, F., & Stiklestad, T. (2022). *Ledelse i små og mellomstore virksomheter*. Bergen: Fagbokforlaget.
- FN-Sambandet. (2023, Juni 15). *Befolkning, migrasjon og urbanisering*. Hentet fra Fn.no: <https://fn.no/tema/baerekraftig-utvikling-fattigdom-og-befolkning/befolkning#:~:text=N%C3%A5%20vokser%20verdens%20befolkning%20i,4%20milliarder%20mennesker%20i%202100.>
- Forbrukertilsynet. (u.d.). *Fra "grønnvasking" til konkret og riktig informasjon om bærekraft*. Hentet fra Forbrukertilsynet.no: <https://www.forbrukertilsynet.no/fra-gronnvasking-til-konkret-og-riktig-informasjon-om-baerekraft>
- GlobalEconomy. (u.d.). *theglobaleconomy.com/rankings*. Hentet fra theglobaleconomy.com: https://www.theglobaleconomy.com/rankings/wb_political_stability/
- Infinitum. (2022). *Årsrapport 2022*. Oslo: Infinitum.
- Infinitum. (2023, mai 9). Hentet fra «Alle» vil lære om det norske pantestemmet: <https://infinitum.no/aktuelt/alle-vil-laere-om-det-norske-pantesystemet/>
- Jørgensen, F. (2024, Januar 30). *Envipco – en sterk doblingskandidat*. Hentet fra Finansavisen.no: <https://www.finansavisen.no/finans/2024/01/30/8084487/carnegie-envipco-en-sterk-dobblingskandidat>
- Jordheim, H. M. (2024, Mars 29). *EUs nye panteregler: – Det ser mørkt ut for Norge*. Hentet fra E24: <https://e24.no/naeringsliv/i/zEWREq/eus-nye-panteregler-det-ser-moerkt-ut-for->

- norge?fbclid=IwAR020X3v0M5s2Yx9Nd7pHJjC7-nxBf234_bIwnGQ4Ug9A9IBd6cuOOUifwE
- Klima- og miljødepartementet. (u.d.). *Forskrift om gjenvinning og behandling av avfall (avfallsforskriften)*. Hentet fra lovdata.no: https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2004-06-01-930/KAPITTEL_6#%C2%A76-9
- Knardal, P., & Sending, A. (2022). *Finansregnskap med analyse*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Moe, S. (2018, September 21). *Tomra posisjonerer seg for global miljøsatsing: – Vi er overbevist om at det vil skje en endring nå*. Hentet fra e24.no: <https://e24.no/naeringsliv/i/VRnBmr/tomra-posisjonerer-seg-for-global-miljoesatsing-vi-er-overbevist-om-at-det-vil-skje-en-endring-naa>
- NCSL. (2020, Mars 13). *State Beverage Container Deposit Laws*. Hentet fra ncsl.no: <https://www.ncsl.org/environment-and-natural-resources/state-beverage-container-deposit-laws>
- Norges Bank. (2024, mars 21). *Endringer i styringsrenten*. Hentet fra norges-bank.no: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten/>
- Norges Bank. (u.d.). *Statslån - Generiske Renter*. Hentet fra app.norges-bank.no: <https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/genericrates?interesttype=GBON&duration=10Y&frequency=B&startdate=2023-12-27&stopdate=2024-02-06>
- Norsk Industri . (u.d.). Hentet fra Fakta om gjenvinningsindustrien : <https://www.norskindustri.no/bransjer/gjenvinning/om-gjenvinningsindustrien/>
- PwC. (2023). *Risikopremien i det norske markedet*. PwC.
- Regjeringen. (2021, Mars 21). *NOU 2021: 4*. Hentet fra Regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2021-4/id2841052/?ch=9>
- Regjeringen. (2023, Februar 15). *Beregning av separat innsamling av drikkeflasker i plast*. Hentet fra Regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2021/des/beregning-av-separat-innsamling-av-drikkeflasker-i-plast/id2903133/>

- Regjeringen. (2023, Mai 22). *Utredning fra Verdipapirlovutvalget om bærekraftsrapportering*. Hentet fra Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/utredning-fra-verdipapirlovutvalget-om-barekraftsrapportering/id2977768/>
- Rolfsen, H. (2024). *Hva er selskapsverdi (EV) – Alt du trenger å vite*. Hentet fra Investorkurs.no: <https://investorkurs.no/hva-er-selskapsverdi-ev-alt-du-trenger-a-vite/>
- Sielaff. (2023). *Background*. Hentet fra Sielaff.de: <https://sielaff.de/en/about-us/background>
- Simonsen, M.-M. (2021). *Tomra Systems ASA Norway, Capital Goods*. Oslo: Scope Ratings GmbH.
- Simonsen, M.-M. (2022). *TOMRA Systems ASA Norway, Capital Goods*. Scope Ratings GmbH.
- Steinert. (2023). *HISTORY*. Hentet fra steinertglobal.com: <https://steinertglobal.com/company/history/>
- TOMRA . (u.å.). *About TOMRA*. Hentet fra tomra : <https://www.tomra.com/en/about-tomra>
- TOMRA. (2020). *Putting clarity into circularity*. Asker: tomra.
- TOMRA. (2023). *Annual Report 2022*. Asker: TOMRA.
- TOMRA. (2023, April 28). *INVESTOR PRESENTATION*. Hentet fra tomra.com: <https://www.tomra.com/-/media/project/tomra/tomra/investor-relations/quarterly-results-files/2023/1q/230428-investor-presentation.pdf>
- TOMRA. (2023, September 6). *TOMRA named Norway's Most Innovative Business 2022-23 by InnoMag*. Hentet fra Tomra.no: <https://www.tomra.com/en/news-and-media/news/2023/tomra-named-norways-most-innovative-business>
- TOMRA. (2024). *Annual report 2023*. Asker: TOMRA.
- TOMRA. (2024, Februar 2). *Shareholders*. Hentet fra tomra.com: <https://www.tomra.com/en/investor-relations/share-information/shareholders>
- TOMRA. (2024). *Tomra's business divisions*. Hentet fra Tomra.no: <https://www.tomra.com/en/about-tomra/business-divisions>
- TOMRA. (2024, Februar 5). *Vår Historie*. Hentet fra Tomra.com: <https://www.tomra.com/en/about-tomra/our-history>
- TOMRA. (u.d.). *FNs traktat om plastforurensing*. Hentet fra Tomra.no: <https://www.tomra.com/en/about-tomra/circular-economy/un-treaty-on-plastic-pollution>

Westgaard-Halle, L. (2023, november 11.). *Stortinget*. Hentet fra stortinget.no:

<https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Sporsmal/Skriftlige-sporsmal-og-svar/Skriftlig-sporsmal/?qid=96314>

