



Skogsindustrins utveckling samt framtida utsikter

En studie av skogsindustrins utveckling samt framtida utsikter
med hjälp av bokslut samt värderingsmodeller

Alexander Nyman

EXAMENSARBETE	
Arcada	
Utbildningsprogram:	Företagsekonomi (Ekonomistyrning)
Identifikationsnummer:	8556
Författare:	Alexander Nyman
Arbetets namn:	Skogsindustrins utveckling samt framtida utsikter
Handledare (Arcada):	Andreas Stenius
Uppdragsgivare:	
<p>Sammandrag:</p> <p>I examensarbetet utfördes en studie av skogsindustrins utveckling samt framtida utsikter med hjälp av bokslut och värderingsmodeller. Inför undersökningen valdes fyra börsnoterade skogsindustriföretag för att representera branschen som helhet. Företagens officiella årsrapporter från 2019–2021 valdes som grund där verksamhetsområden, förvaltningsberättelsen och de krävda finansiella talen för värderingsmodellerna analyserades. Som värderingsmodeller för företagen valdes substansvärdering, marknadsbaserad värdering och jämförandevärdering. Syftet med värderingsmodellerna var att förstå hur företagen utvecklats individuellt för att sedan kunna dra slutsatser angående branschens utveckling. För att upprätthålla tillförlitligheten av värderingarna gjordes de med stöd av ingående teori. Eftersom undersökningen innefattade en tidsperiod fick man tag på trender med vilka man kunde förutspå framtida utsikter. För att förstå lönsamheten av branschen utfördes också en branschanalys med hjälp av Porters femkraftsmodell. I teoridelen av examensarbetet presenterades teorier angående skogsindustrin, framtidsutsikter, tidigare forskningar samt företagsvärdering. I metod delen diskuterades den valda kvalitativa metoden samt hur den implementerades i forskningen. Med ingående analys av teorier och bokslut kunde ett illustrerande resultat angående arbetet utformas. Resultatet av arbetet presenterades med hjälp av tabeller angående företagens verksamhetsområden samt värderingar. Studiet resulterade i att skogsindustrin har en låg lönsamhet, stora förändringar inom verksamhetsområdena och goda framtidsutsikter, vilket diskuterades mera ingående i diskussions- och slutsatsdelen. Begränsningar som kan ha påverkat resultaten av arbetet diskuterades i slutet av arbetet. Till sist gavs också förslag till vidare undersökningar angående skogsindustrins utveckling samt framtida utsikter.</p>	
Nyckelord:	Skogsindustri, branschanalys, bokslutsanalys, substansvärdering, marknadsbaserad värdering, jämförande värdering
Sidantal:	47
Språk:	Svenska
Datum för godkännande:	2.5.2022

DEGREE THESIS	
Arcada	
Degree Programme:	Business Administration (Financial Management)
Identification number:	8556
Author:	Alexander Nyman
Title:	The development and future prospects of the forest industry
Supervisor (Arcada):	Andreas Stenius
Commissioned by:	
<p>Abstract:</p> <p>In the degree thesis, a study of the development of the forest industry and future prospects was carried out with the help of financial statements and valuation models. Prior to the investigation, four listed forest industry companies were selected to represent the industry as a whole. The companies' official annual reports from 2019–2021 were chosen as the basis on which areas of business, the administration report and the required financial figures for the valuation models were analysed. Asset valuation, market-based valuation and comparable company analysis were chosen as valuation models for the companies. The purpose of the valuation models was to understand how the companies developed individually in order to draw conclusions regarding the development of the industry. In order to maintain the reliability of the valuations, they were based on detailed theories. Since the survey included a period, trends were identified with which one could predict future prospects. To understand the profitability of the industry, an industry analysis was also performed using Porter's five forces model. In the theory part of the degree thesis, theories were presented regarding the forest industry, future prospects, previous research and company valuation. In the method section, the chosen qualitative method was discussed and how it was implemented in the research. With a thorough analysis of theories and financial statements, an illustrative result regarding the work could be formed. The results of the work were presented with the help of tables regarding the companies' areas of business and values. The study concluded that the forest industry experiences low profitability and major changes in the business areas. However, the future prospects are considered good. Please refer to discussion and conclusion section for more detailed information. Limitations that may have affected the results of the work were discussed at the end of the work. Lastly, proposals for further studies regarding the development of the forest industry and future prospects were made.</p>	
Keywords:	Forest industry, industry analysis, financial statements analysis, asset valuation, market-based valuation, comparable company analysis
Number of pages:	47
Language:	Swedish
Date of acceptance:	2.5.2022

INNEHÅLL

1	INLEDNING	8
1.1	PROBLEMFÖRMULERING	8
1.2	SYFTE OCH FORSKNINGSPRÅGOR	9
1.3	AVGRÄNSNING.....	9
2	TEORI	11
2.1	SKOGSINDUSTRIN.....	11
2.1.1	<i>Framtidsutsikter</i>	13
2.2	TIDIGARE FORSKNING	15
2.3	BRANSCHANALYS.....	16
2.4	FÖRETAGSVÄRDERING	18
2.4.1	<i>Värderingsprocessen</i>	18
2.4.2	<i>Substansvärdering</i>	20
2.4.3	<i>Marknadsbaserad värdering</i>	22
2.4.4	<i>Jämförande värdering</i>	23
3	METOD	25
3.1	VAL AV METOD.....	25
3.2	TILLVÄGAGÅNGSSÄTTET	25
3.3	ANALYS AV DATA.....	26
3.4	VALIDITET OCH RELIABILITET	27
4	RESULTAT	27
4.1	BOKSLUTSANALYS.....	27
4.2	SUBSTANSVÄRDERING	30
4.3	MARKNADSVÄRDERING	32
4.4	JÄMFÖRANDE VÄRDERING	33
5	DISKUSSION	35
5.1	RESULTATDISKUSSION	36
5.1.1	<i>Jämförelser och relationer</i>	36
5.1.2	<i>Bransch analys</i>	38
5.2	METODDISKUSSION	40
6	SLUTSATSER	41
6.1	ARBETETS BEGRÄNSNINGAR.....	42
6.2	FÖRSLAG TILL VIDARE UNDERSÖKNINGAR.....	42
	Källor	44

Figurer

Figur 1. Produktionsvolymmer inom skogsindustrin i Finland sedan 1960-talet (Finnish forest industries)	11
Figur 2. Export prognoser för pappersindustrin 2021–2025. (Berg-Andersson et al. 2021).....	12
Figur 3. Porters femkraftsmodell (Nilsson et al. 2002)	39

Tabeller

Tabell 1. UPM:s verksamhetsområdets del av försäljningen mellan åren 2019 och 2021	29
Tabell 2. Stora Enso:s verksamhetsområdets del av försäljningen mellan åren 2019 och 2021	29
Tabell 3. SCA:s verksamhetsområdets del av försäljningen mellan åren 2019 och 2021	30
Tabell 4. Holmen:s verksamhetsområdets del av försäljningen mellan åren 2019 och 2021	30
Tabell 5. Substansvärdering av UPM mellan åren 2019 och 2021	31
Tabell 6. Substansvärdering av Stora Enso mellan åren 2019 och 2021	31
Tabell 7. Substansvärdering av Svenska Cellulosa Aktiebolaget mellan åren 2019 och 2021	31
Tabell 8. Substansvärdering av Holmen mellan åren 2019 och 2021	31
Tabell 9. Marknadsvärdering av UPM mellan åren 2019 och 2021	32
Tabell 10. Marknadsvärdering av Stora Enso mellan åren 2019 och 2021	32
Tabell 11. Marknadsvärdering av Svenska Cellulosa Aktiebolaget mellan åren 2019 och 2021	33
Tabell 12. Marknadsvärdering av Holmen mellan åren 2019 och 2021	33
Tabell 13. Jämförandevärdering (P/E och EV/EBITDA) av UPM mellan åren 2019 och 2021	34
Tabell 14. Jämförandevärdering (P/E och EV/EBITDA) av Stora Enso mellan åren 2019 och 2021	34
Tabell 15. Jämförandevärdering (P/E och EV/EBITDA) av SCA mellan åren 2019 och 2021	35

Tabell 16. Jämförandevärdering (P/E och EV/EBITDA) av Holmen mellan åren 2019 och 2021	35
Tabell 17. Jämförelse av substansvärde	36
Tabell 18. Jämförelse av marknadsvärde	36
Tabell 19. Jämförelse av P/E-tal.....	37
Tabell 20. Jämförelse av EV/EBITDA.....	37

1 INLEDNING

Skogsindustrin är en av Finlands samt Sveriges viktigaste näringar i frågan om sysselsättning och export. Med tiden har skogsindustrin blivit en nyckelroll i utvecklingen mot hållbara samt biobaserade samhällen med sina förnybara råvaror och produkter. År 2020 var nästan en femtedel (18,1%) av Finlands export från skogsindustrin (Finnish forest industries). Enligt skogsindustrierna svarar skogsindustrin för 9–12% av Sveriges totala sysselsättning, omsättning, export och förädlingsvärde. Skogsindustrin utgör de företag som förädlar skogen till biobaserade produkter det vill säga tillverkare av papper, kartong och bioprodukter samt sågverk som tillverkar till exempel bräder och plankor (Skogsindustrierna).

Med större fokus på hållbarhet har det också uppstått nya innovationer där råvarorna är från skogen. Efterfrågan på papper har minskat under åren vilket har lett till att företagen måste uppfinna nya produkter (Finnish forest industries). Elbilarnas andel har ökat mycket men batterierna är inte hållbara i längden, vilket har enligt Vuojakoski (2021) gett rum för nya innovativa gröna batterier. Diesel samt bensin börjar snart vara historia eftersom dessa produkter inte heller är hållbara, vilket också har lett till nya gröna innovationer inom detta (UPM Biofuels). Detta arbete kommer bland annat behandla dessa hållbara innovationer samt andra framtida produkter med råvaror från skogen.

Varje företag kommer vid något tillfälle att värderas och det finns olika sätt att göra det på. Orsaker till att värdera ett företag kan till exempel vara generationsbyte, men är som främst relevant vid företagsförvärv samt vid investering. Det är dock relevant att göra företagsvärderingar regelbundet för att få en bättre bild av tillväxtutvecklingen samt att ha stabilitet om något oväntat skulle ske. Genom att göra värderingar regelbundet kan man även använda värderingen som ett instrument till att styra företaget eftersom det visar konditionen på det. (Osuuspankki)

1.1 Problemformulering

Värderingsmodellerna som används är olika och därför kommer också själva värderingen på företagen att variera. Detta värde är en uppskattning på vad företaget är värd vid

tidpunkten då värderingen utförs. Alla företag är unika och därför behöver själva värderingen inte stämma med det sanna värdet eftersom modellerna enbart använder sig av siffror, vilka inte tar i beaktan till exempel framtid. Det är alltså viktigt att förstå att värdet inte är samma som köpesumman ifall företaget skulle till exempel säljas, men den ligger som en viktig grund till det. Genom arbetet kommer detta problem diskuteras med stöd av ingående information från olika källor i syfte att hitta det närmaste riktiga värdet. (Osuuspankki)

Hållbarhet är en av de hetaste rubrikerna för tillfället vilket borde synas positivt på skogsindustrins utveckling. I arbetet kommer en grundlig genomgång om detta att utföras för att se om det bara är prat eller om man kan se en verklig utveckling mot en grönare värld.

1.2 Syfte och forskningsfrågor

Syftet med detta arbete är att se utvecklingen samt framtida utsikter för skogsindustrin med hjälp av bokslut samt värderingsmodeller för fyra börsnoterade skogsindustriföretag.

Forskningsfrågorna arbetet kommer således svara på är: Hur har företagen samt branschen utvecklats på basis av boksluten och värderingsmodellerna? Hur ser framtidsutsikterna för skogsindustrin ut? Hur varierar företagens marknadsvärde från värderingsmodellernas värde? Varför varierar det som det gör?

1.3 Avgränsning

Det finns flera olika värderingsmodeller och i detta arbete kommer substansvärdering, jämförandevärdering samt marknadsvärdering att användas. Dessa värderingsmodeller är en av de mest relevanta och för att hålla arbetet så konkret och koncist som möjligt kommer arbetet begränsas till dessa. Dessa värderingsmodeller är också olika vilket betyder att värdet kommer ses från olika synvinklar. (Seppänen 2017 s.91)

Vid valet av företag blev följande kriterier lagt som grundlag: Företagen skall vara börsnoterade företag, eftersom all marknadsinformation skall vara lätt tillgänglig. Företagen skall klassificeras som stabila och stora företag i enlighet med bestämmelserna

i 1 kap. 4c§ i bokföringslagen. Företagen skall operera inom samma bransch, för att utföra en branschanalys samt att ge mer riktig värderingsjämförelse. Företagen skall vara hållbara i och med större vikt på hållbarhet.

Baserat på de ovannämnda kriterierna, har UPM, Stora Enso, Svenska Cellulosa Aktiebolaget samt Holmen blivit utvalda som företagen i undersökningen. Enligt UPM:s (UPM 2022) samt Stora Ensos (Stora Enso 2022) årsrapport är företagen ungefär lika stora med en omsättning på cirka 10 miljarder euro samt en balansomslutning på cirka 20 miljarder euro. Enligt Svenska Cellulosa Aktiebolagets (Svenska Cellulosa Aktiebolag 2022) samt Holmens (Holmen 2022) årsrapport är dessa företag ungefär lika stora med en omsättning på cirka 20 miljarder SEK. Dessa företag är konkurrenter inom samma bransch, som i utgångspunkten är exponerade mot samma marknadsrisk.

Undersökningen kommer att fokuseras till företag med IFRS för att hålla sig till samma bokföringssystem. Det här för att göra arbetet mer konkret och jämförbart, samt göra det lättare för läsaren att följa med. Företagen har dotterbolag i olika länder och därför kommer företagets koncern bokslut att användas för att få det rätta värden av företagen.

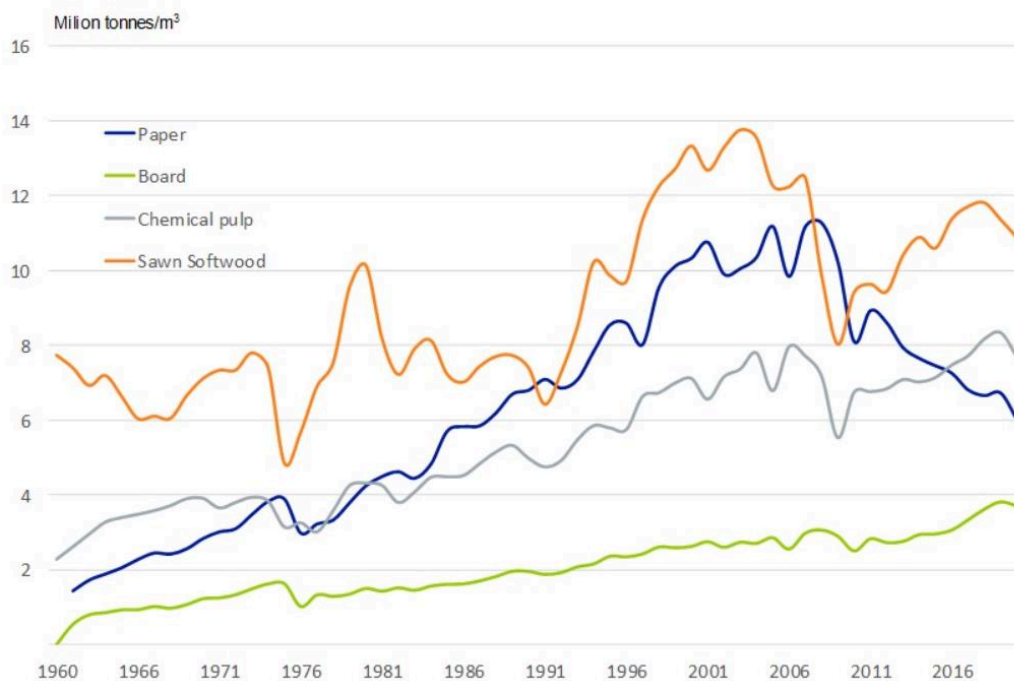
Bokföringsperioden kommer begränsas mellan år 2019 och 2021 där företagets årsrapporter från 2019, 2020 samt 2021 kommer användas. Det här är den senaste information man får ut av företagen vilket kommer göra värderingen samt utvecklingen av branschen så nytt och relevant som möjligt. För att kunna jämföra värderingarna från de bokförda värden med marknadspriset, kommer aktiekursen mellan 1.1.2019 och 31.12.2021 att användas för företagen. Det här betyder att värderingarna görs under samma tidpunkt så att resultaten kan jämföras.

Företagen använder olika valutor, det vill säga Euro och Svenska Kronor. I arbetet kommer euro att användas som värderings valuta för att göra det lättare att jämföra värderingarna. EUR/SEK kursen kommer fastslås till ett medeltal från 1.1.2019 till 31.12.2021.

2 TEORI

2.1 Skogsindustrin

Skogsindustrin är en av Finlands samt Sveriges viktigaste näringar i frågan om sysselsättning och export. Med tiden har skogsindustrin blivit en nyckelroll i utvecklingen mot hållbara samt biobaserade samhällen med sina förnybara råvaror och produkter. År 2020 var nästan en femtedel (18,1%) av Finlands export från skogsindustrin (Finnish forest industries). Enligt skogsindustrierna svarar skogsindustrin för 9–12% av Sveriges totala sysselsättning, omsättning, export och förädlingsvärde. Skogsindustrin utgör de företag som förädlar skogen till biobaserade produkter det vill säga tillverkare av papper, kartong och bioprodukter samt sågverk som tillverkar till exempel bräder och plankor (Skogsindustrierna).



Figur 1. Produktionsvolymerna inom skogsindustrin i Finland sedan 1960-talet (Finnish forest industries)

Enligt grafen ovan har produktionsvolymerna av olika skogsindustriprodukter under de senaste decennierna varit på en trendig uppgång. Detta gäller dock inte för papper där man kan se en nedgång från och med 2005. På grund av COVID-19 pandemin var 2020 exceptionell där man kan se en nedgång på produktionsvolymerna av alla produkter.

Ökningen för kartongproduktionen har varit stabil under de senaste åren medan det varit större fluktuation för volymerna av barrvirke och massaproduktion. Papper produktionsvolymen har minskat och ligger nu ungefär på samma nivå som i början av 1980-talet. Nedgången av produktionen beror främst på mindre efterfrågan av skrivpapper. (Finnish forest industries)

I mitten av 2021 uppskattade ETLA att pappersindustrins export kommer minska år 2021 med ungefär 3% och år 2022 med även mera än det. Minskningen beror på en minskad internationell efterfrågan på papper samt förändringar i produktionskapaciteten i Finland. Hela branschens export uppskattas ändå stiga 1,5% år 2023 på grund av högre efterfrågan på kartong och cellulosa. På grund av COVID-19 pandemin och strejker minskade exporten för pappersindustrin med hela 12%. Ifall strejker inte hade inträffat skulle exporten enligt ETLA endast minskat med 8%. Tabellen nedan visar export prognoser för pappersindustrin mellan åren 2021 och 2025. Den visar också de uppfyllda siffrorna mellan 2018 och 2020. Enligt tabellen kommer exporten för papper fortsätta att minska medan exporten för kartong och cellulosamassa kommer troligen att öka. Enligt Berg-Andersson Birgitta baserar prognosen på utvecklingsutsikterna för den internationella efterfrågan samt kända förändringar av produktionskapaciteten i Finland. (Berg-Andersson et al. 2021)

	Mrd. eur 2020	Muutos edellisestä vuodesta, %								Keskimäärin, %	
		2018	2019	2020	2021 ^e	2022 ^e	2023 ^e	2024 ^e	2025 ^e	2016-20	2021 ^e -25 ^e
Viennin arvo	7,8	13,3	-5,6	-19,0							
Paperi	2,8	7,6	-7,1	-30,3							
Kartonki	2,8	8,3	-1,1	-3,1							
Jalosteet	0,4	3,4	1,7	-7,7							
Sellu ja mekaaninen massa	1,9	35,1	-10,3	-20,4							
Vientihinnat yhteensä	8,6	-1,3	-8,1	-2,5	2,7	3,0	0,9	0,9	-0,6	1,0	
Viennin määrä	4,3	-4,4	-11,8	-2,9	-0,6	1,5	2,8	2,8	-2,3	0,5	
Paperi			-25,4	-16,9	-9,5	-0,8	-0,5	-0,3			
Kartonki			-0,4	3,0	3,2	3,2	3,2	3,2			
Sellu ja mekaaninen massa			-4,0	4,9	3,3	2,0	4,9	4,6			

	Muutos edellisestä vuodesta, %								Keskimäärin, %	
	2018	2019	2020 ^e	2021 ^e	2022 ^e	2023 ^e	2024 ^e	2025 ^e	2016-20 ^e	2021 ^e -25 ^e
Tuotos	-1,3	0,3	-8,8	0,5	-1,0	1,5	2,0	2,0	-0,8	1,0
Arvonlisäys	-9,0	-0,3	-12,4	1,5	1,0	1,0	2,0	2,0	-2,2	1,5
Työllisyys	-1,0	-1,0	-5,8	-7,7	-2,9	-2,2	-1,3	-1,3	-2,0	-3,1
Tuottavuuskasvu			-7,0	10,0	4,0	3,3	3,3	3,3	-0,2	4,7

Figur 2. Export prognoser för pappersindustrin 2021–2025. (Berg-Andersson et al. 2021)

På grund av den minskade efterfrågan på papper kan man se produktionskapacitets förändringar av företagen. Till exempel har Stora Enso börjat med en lönsamhetsstudie om konvertering av pappersmaskin till kartongproduktion. Detta skulle vara den andra ändringen i Uleåborg, där de tidigare har förvandlat en av pappersmaskinerna till en kartongmaskin. Ifall förändringen visar sig lönsam kommer bolaget besluta om investeringen senare i år och en storskalig kartongproduktion skulle kunna påbörjas år 2025. Företaget menar att linjen skulle producera kartong för livsmedelsförpackningar så som kosmetika- och läkemedelsförpackningar. (Holopainen, Kärki 2022)

2.1.1 Framtidsutsikter

Bioekonomi (Bioekonomi a) betyder att man på ett hållbart sätt använder sig av förnybara naturresurser. Skogarna producerar rikligt med hållbara råmaterial vilket möjliggör produktionen samt tjänster att använda sig av denna förnybara naturresurs. Med hjälp av biobaserade produkter kan man minska användningen av ohållbara ämnen som långsiktigt belastar naturen och miljön så som till exempel plast, fossila oljor och stenkol. Inom bioekonomi används ren teknik vilket betyder att naturresurser samt näringsämnen används och återvinns effektivt på ett hållbart sätt. Eftersom Finlands landareal är 80% skog (Bioekonomi b), ses ökningen av bioekonomin också som ökning av Finlands självförsörjningsgrad. Med hjälp av bioekonomin påskyndas också den ekonomiska tillväxten där det på samma gång också hjälper till att uppnå ett kolneutralt samhälle.

”Skogsbranschen utgör grunden till den finländska bioekonomin”. Det goda samarbetet mellan skogsbranschen och andra branscher gör Finland till en företrädare inom bioekonomi. Tillsammans mellan branscherna har man redan utvecklat kompetens, teknologi samt lösningar, vilka man inte kan se på några andra ställen. Biomassorna från skogen kan man se användas i alla möjliga produkter till exempel i tygfibrer, läkemedel, kemikalier, funktionella livsmedel, plaster, kosmetika, smarta förpackningar och bio olja. Utvecklingen av hållbara produkter har redan kommit långt och slutet på det syns inte i horisonten. (Bioekonomi b)

Under de senaste åren har man börjat övergå från användningen av bensinmotorer till användningen av el motorer. Enligt Mathilde Carlier (2021) har man sett en ökning av

användningen av el fordon från 1,2 miljoner till 6,8 miljoner mellan åren 2016 och 2020. Enligt Vuojakoski (2021) förväntas det att 80% av alla ny sålda bilar i Europa kommer vara elbilar. Ackumulatorer ersätter bensinmotorer för att minska på avgasutsläppen och ger plats för grön energi. Detta kräver dock stora mängder batterier där man kan se att den globala batterimarknaden förutspås tiodubblas under det följande årtionden. De nuvarande batterierna är inte hållbara eftersom grafit mineralet inte är förnybart, vilket kräver ny batteriteknologi i framtiden. Detta har Stora Enso tagit vara på eftersom de utvecklat Lignode, vilket är ett batteri tillverkat utav träd. Lignode är tillverkad av hårt kol från träd vilket är förnybart och därmed hållbart. Dessa batterier har även snabbare laddning och urladdning och har bättre prestanda i låga temperaturer. Ligninet som Lignode är tillverkad av är en biprodukt vid produktionen av cellulosafiber. Detta betyder att det redan produceras vilket möjliggör att den snabbväxande batteriindustrin blir mera hållbar inom när framtid och att man inte måste avverka ytterligare skog. (Stora Enso)

Som tidigare behandlat håller bilarnas drivmedel på att förändras, men är i dagens läge ännu beroende av fossila bränslen. Dessa bränslen är inte hållbara eller förnybara vilket betyder att klimatförändringen accelereras och att resurserna kommer ta slut. Därför krävs det alternativ till att använda de befintliga resurserna på ett mera hållbart sätt. UPM har utvecklat UPM Biofuels vilket är ett förnybart bränsle det vill säga ett hållbart alternativ till fossila bränslen. Bränslet är tillverkad av restprodukter från skogsindustrin vilket betyder att trädråvaran kommer till optimal användning och att man inte behöver avverka ytterligare skogsområden för produktionen av det. Bränslet produceras vid UPM:s eget bioraffinaderi vilket är också världens första kommersiella, storskaliga trädbaserade bioraffinaderi. I bioraffinaderiet producerar UPM 160 miljoner liter biobränsle per år. BioVerno dieseln har blivit testad både i trafiken och i laboratoriet och visas fungera i alla dieselmotorer. Energiinnehållet i dieseln motsvarar fossil diesel och kan därmed blandas med det, vilken traditionell biodiesel inte tillåter. Dieseln medför också mindre när utsläpp som till exempel partiklar och 80% mindre koldioxidutsläpp än fossila bränslen. Till UPM:s Biofuels hör också BioVerno – nafta vilket är en förnybar bensinkomponent samt också ett råmaterial för plastprodukter. Naftan fungerar som ett mera hållbart alternativ än etanol i fossil bensin. Detta ger också upphov till 80% mindre koldioxidutsläpp än för fossila bränslen. Under 2020-talet förväntas efterfrågan på biobränslen öka kraftigt. (UPM Biofuels)

Även andra skogsindustrieföretag har hoppat på trenden inom förnybarenergi där man kan se att Svenska Cellulosa Aktiebolagets (SCA) långsiktiga mål är att producera 260 000 m³ biodrivmedel (Svenska Cellulosa Aktiebolag). Detta skulle produceras med restprodukter från skogen och volymen på drivmedlet skulle täcka all inrikes flyg i Sverige. Detta skulle vara en substitutvara till olja med vilket man skulle framställa bensin, flygbränsle, diesel samt kemikalier. I ett pressmeddelande av Svenska Cellulosa Aktiebolaget (2021) har ST1 samt SCA startat ett samägt företag det vill säga ST1 Gothenburg Biorefinery. Bioraffinaderiet kommer ha en kapacitet på 200 000 ton vilket motsvarar nästan 250 miljoner liter biobränsle. Detta bioraffinaderi planeras tas i bruk i andra kvartalet av 2023. Med samarbetet blir också St1 en 50 procentig delägare i SCA Östrand Biorefinery vilket har fått miljötillstånd för produktionen av 300 000 ton biodrivmedel. Detta bränsle är baserad på svartlut vilket är en annan biprodukt vid produktionen av kemisk massa. Bioraffinaderiet i Östrand är inte heller ännu klart men kommer vara till stor nytta på vägen till att skapa ett hållbarare framtid.

2.2 Tidigare forskning

Enligt studien *”diversification of the forest industries: role of new wood-based products”* är de mest lovande marknaderna för skogsindustrin, textilier, konstruktion, biokemikalier, biobränsle, förpackningar och plast. Dessa marknader kan resultera i en ökning av skogsindustriernas omsättning på mellan 18 och 75 miljarder euro per år. Enligt studien kan man se en minskad efterfrågan på grafiskt papper vilket förväntas minska även mer i framtiden. Metoden som användes för att komma fram till dessa resultat var mixad metod vilket tar i beaktan både kvalitativa och kvantitativa data. Stegen som användes i denna metod är ”urval av marknader och produkter”, ”karakterisering av värdekedjor”, ”fastställa omfattningen av implikationer och jämförande av resultat”. (Hurmekoski et al. 2018)

Enligt studien *”Strategic change in the forest industry towards the biorefining business”* står skogsindustrin inför utmanande tider på grund av minskad efterfrågan på papper. Även om man kan se en minskad efterfrågan förväntas produktionen av långfibrig cellulosa, vilket används för högkvalitativt papper, hållas kvar vid samma nivå. Enligt studien kommer också förpackningsmaterial och hygienpapper vara en viktig spelare i

skogsindustrins framtid. Flera experter i studien tror att skogsindustrin behöver nya innovationer och affärsutveckling. Dessa experter anser bioraffinaderierna vara en av dessa affärsmöjligheter och tror de kommer vara en stor del av skogsindustrins framtida utveckling. Studien framhäver främst vikten på affärsutvecklingen och möjligheten i bioraffinaderierna. Metoden som användes för att komma fram till dessa resultat var DELFI metoden. I intervjuerna deltog 23 experter från skogs-, bioenergi- samt bioproduktsektorn. (Näyhä, Pesonen 2014)

2.3 Branschanalys

För att kunna värdera ett företags framtida vinstpotential måste man först värdera vinstpotentialen för själva branschen. Med bransch analys anses alltså att identifiera faktorerna som påverkar lönsamheten för branschen i frågan. Analysen kräver därför goda kunskaper om bland annat företagets marknad, produkter och konkurrenter. (Nilsson et al. 2002 s.77)

Bransch analysen hjälper också företagen att se deras position på marknaden i förhållande till andra företag inom branschen. Detta bidrar till att de kan förutspå potentiella möjligheter samt eventuella hot, vilket hjälper dem att se vad de behöver satsa mera och mindre på i framtiden. Bransch analys används alltså som ett verktyg för att bättre förstå marknaden samt att få en helhetsbild av branschen. (Projektledning 2021)

Lönsamheten i olika branscher har visat sig skiljas åt på ett relativt förutsägbart sätt. En av de mest kändaste forskarna i det här är Michael E. Porter som uppfann Porters femkraftmodell vilket är en av de mest använda modellerna för analys av branscher och industrier. Enligt modellen påverkas lönsamheten av branschen av fem olika faktorer;

1. Konkurrens mellan nuvarande företag i branschen
2. Hot från nya aktörer i branschen
3. Hot från ersättningsprodukter
4. Köparnas förhandlingsstyrka
5. Säljarnas förhandlingsstyrka.

De tre första faktorerna fokuserar på faktisk och eventuell framtida konkurrens inom branschen. De fjärde och femte faktorerna fokuseras på förhandlingsstyrkan mellan

företagen. Det här betyder enligt Porter att lönsamheten påverkas av konkurrensen i branschen medan förmågan att behålla vinster påverkas av förhandlingsstyrkan mellan företagen i branschen. Faktorer som bestämmer graden av konkurrens är bland annat branschens tillväxttakt, graden av koncentrationen och balans mellan konkurrenterna inom branschen och graden av differentierade produkter. Dessa faktorer beskriver branschens lönsamhet och anses som vinstdrivare för själva branschen. Faktorer som avgör inträdes tröskeln för nya aktörer i branschen är bland annat möjligheterna för stordriftsfördelar samt fördelen med tidig etablering. Hot från ersättningsprodukter påverkas av substitutvaror som har samma funktion och uppfyller samma behov. I de flesta fallen är det två faktorer som bestämmer köparnas förhandlingsstyrka och dessa är kundernas priskänslighet och relativförhandlings styrka. Leverantörernas förhandlingsstyrka kan ses som en spegelbild av köparnas förhandlingsstyrka. Högre konkurrens innebär enkelt sett lägre lönsamhet på grund av lägre priser och vinster. (Nilsson et al. 2002 s.78–85)

Även om Porters femkraftmodell anses vara en av de bästa modellerna för att analysera en bransch eller industri har den också fått kritik. Enligt Stephanie Michaux är modellen svag och ofullständig på grund av flera orsaker. En orsak är att modellen främst fokuserar på hot från marknaden och därmed utesluter möjligheter. Det här betyder att den bland annat inte beaktar olika möjliga partnerskap som skulle gynna företagen. Porter fokuserar också främst på hindren för inträde till marknaden och därmed försummar det viktiga nämligen att skapa värde för kunder och införandet av nya produkter. Modellen visas också vara identisk för alla konkurrenter inom samma bransch vilket betyder att man också måste ta hänsyn till andra parametrar som till exempel styrkorna och företagens olika kompetenser. Även företag inom samma bransch kan inta unika positioner och därmed isolera sig från olika krafter. Modellen ignorerar också krafter som påverkar efterfrågan vilket betyder att olika trender kan gå i miste ifall man endast fokuserar på de fem krafterna. Även om modellen tyder på att hot från nya aktörer är stor beräknar den inte sannolikheten för det. Modellen har också ansetts föråldrad eftersom den nuvarande globala ekonomin ger regelbundet möjligheter till inträden av nya aktörer på grund av nya innovationer. (Michaux 2016)

2.4 Företagsvärdering

Syfte med företagsvärdering är att fastställa en värdeindikation på företaget, det vill säga en värdeuppskattning. Värdet på företaget måste vanligtvis bedömas eftersom värdet inte finns tillgängligt på marknaden, priset som erhålls från marknaden inte är ett tillförlitligt värdemått eller att priset som erhålls från marknaden inte representerar värdet enligt den avsedda användningen av värderingen. (Seppänen 2017 s.19)

Vid värdering av företag tar man alltid hänsyn till de väsentliga faktorerna som påverkar företaget för värderingen. Värderingsramverk styr värderingsprocessen så att alla relevanta faktorer beaktas i värderingen. Referensramen styr processen och värdegrunden så att till exempel standarder, värderingssätt och metoder passar värderingens syfte. När man gör en värdering och de slutsatser som baseras på den är det viktigt att förstå värderingsramen och följderna som kan uppstå av de val som gjorts vid tillämpningen av den. (Seppänen 2017 s.19)

2.4.1 Värderingsprocessen

Det finns sex olika steg i värderingsprocessen och dessa styr själva värderingen. Alla dessa steg är lika viktiga för att uppnå en så nära värdeuppskattning som möjligt. Dessa steg är följande:

1. Värderingsuppgift
2. Värdegrunden och standarden
3. Värderingsmetoder
4. Värderingsmodeller
5. Osäkerhetsanalys
6. Slutsatser

Dessa 6 element bildar tillsammans värderingsprocessens referensram. (Seppänen 2017 s.28)

Första stegen, det vill säga värderingsuppgift, behandlar syftet, föremålet, användningen samt tidpunkten med själva värderingen. Syftet med värderingen kan till exempel vara investering, företagsförvärv, finansiell rapportering eller beskattning. Med föremålet

avses det man vill värdera till exempel hela företaget, företagets verksamhet, en aktie eller en viss andel av företaget. Med användning avses den avsedda användningen med värdeangivelsen samt värderingsrapporten och kan till exempel vara prissättning av förvärvet ur köparens synvinkel. Tidpunkten är också viktigt att ta i beaktan för att se vilket datum själva värderingen begrundar sig på. Efter att man svarat på alla dessa element kan man använda dem som grund och gå vidare i processen för att behandla värdegrunden alltså standarden för värderingen. (Seppänen 2017 s.29)

Standarden behandlar vilket värde som skall bestämmas, från vems synvinkel och under vilka antaganden värderingen görs. Det finns flera olika standarder att göra en värdering med men de vanligaste är "fair value", investeringsvärde, marknadsvärde samt likvidationsvärde. I sammanhang med valet av standarder ska man också ta i beaktan antaganden av värderingen som kan till exempel vara ifall företaget skall fortsätta sin verksamhet eller inte. Efter att man klar gjort syftet samt standarden för värderingen kan man gå vidare i processen för att välja vilken värderingsmetod som passar bäst. (Seppänen 2017 s.29)

Värderingsmetoden är formad av allmänna värderingsprinciper samt metoder och hjälper samt vägleder själva värderingen. Värderingsmetoden bestämmer vilka modeller som kan användas för värderingen och avgör vad företagets värde baseras på. Värderingsmetoderna brukar oftast delas in i tre olika kategorier och dessa är marknadsbaserad, avkastningsbaserad samt substansbaserad. Dessa metoder ger oftast olika värderingar men upplyser de olika antaganden som ligger till grund för värderingen samt värdeuppskattningen. Med att använda sig av de olika metoderna kan man analysera styrkorna och svagheter hos de olika metoderna för att sedan välja den mest lämpliga metoden samt modellen för den aktuella värderingen. (Seppänen 2017 s.64–66)

Som tidigare behandlat bestäms värderingsmodellen av värderingsmetoden för att uppskatta det verkliga värdet. Värderingsmodellen kan sägas vara tekniken med vilket man uppskattar det numeriska värdet på värderingsmålet. Modellerna kan i huvudsak delas in i tre kategorier i enlighet med värderingsmetoderna det vill säga i marknadsvärde modeller, avkastningsvärde modeller samt substansvärde modeller. Modellerna som används i arbetet presenteras mera i kapitlen 2.4.2, 2.4.3, 2.4.4. (Seppänen 2017 s.91)

Efter att man räknat ut det uppskattade värdet för värderingsmålet måste man reda ut hur stor osäkerhet som är förknippad med det. Värdet baseras på vald värderingsmodell samt de uppskattade och prognoserade data som man använt sig av. Analyserandet av tillförlitligheten kräver att värderingen ger en insikt i vilken utsträckning de olika värderingsdata och prognoser innehåller mätfel och deras effekt på värdeindikationen. Analysen görs oftast med hjälp av känslighetsanalyser, scenarioanalyser samt konsekvensanalyser. Känslighetsanalyser används för att se hur mycket värdet ändras ifall man ändrar på en inmatnings data. Man kan också använda sig av scenario analyser vilket visar hur mycket värdet ändras ifall man ändrar flera inmatnings data på samma gång. Konsekvensanalys är också en av osäkerhets analysen och går ut på att analysera ifall de antaganden och prognoser som gjorts är rimliga och om de motsvarar verkligheten. Osäkerhetsanalysen hjälper att dra slutsatser om värderingen samt själva värdets tillförlitlighet. Analyserna hjälper också med att bedöma värderingens styrkor och svagheter. (Seppänen 2017 s.31)

Slutsatserna av värderingen görs i enlighet med referensramen det vill säga med alla dessa ovanstående element som stöd. Slutsatsen skall alltså innehålla själva värdet på föremålet i frågan och de val som ledde fram till det. Det är även bra att slutsatsen innehåller värderingens styrkor och svagheter och andra faktorer som kan anses begränsa användningen eller tillförlitligheten av den. (Seppänen 2017 s.31–32)

Värderingsslutsatserna och värderingen skall överensstämma med värderingsmålet, värderingsgrunden, värderingsmetoden och modeller. Det är också viktigt att syftet, föremålet och användningen definieras utförligt i värderingen. Med detta kan man säkerställa att antaganden som krävs för värderingen har gjorts och att värderingen representerar värdet på föremålet så gott som. (Seppänen 2017 s.32)

2.4.2 Substansvärdering

Substansvärdering är ett sätt att värdera ett företag och görs som en beräkning med hjälp av företagets tillgångar och skulder. Enligt nationalencyklopedin är definitionen på

substansvärde ”vid en företagsvärdering, benämning på skillnaden, nettovärdet, mellan marknadsvärdet på företagets tillgångar och dess skulder”. (Nilsson et al. 2002 s.62)

Substansvärderingen görs alltså genom att subtrahera företagets skulder från tillgångarna som ekvationen nedan visar.

Tillgångar – Skulder = Substansvärde

Det här betyder alltså att substansvärdet är samma som företagets eget kapital. För det mesta stämmer inte de bokförda värden överens med de verkliga värden eftersom man använt sig av avskrivningar vilket betyder att tillgångarna kan vara undervärderade. Det här leder till att man vid värdering oftast räknar ut det justerade eget kapital vilket betyder att man justerar de bokföringsmässiga värden i balansräkningen. Med andra ord subtraherar man då skuldernas verkliga värde från tillgångarnas verkliga värde som ekvationen nedan visar.

Tillgångarnas verkliga värde – skuldernas verkliga värde = Substansvärde (justerat eget kapital). (Nilsson et al. 2002 s.301)

Syftet med värderingen är det som bestämmer vilken substansvärderingsmetod man använder sig av. Metoderna man kan använda sig av är återanskaffningsvärde vilket också kallas för marknadsvärde, likvidationsvärde och bokföringsmässiga värden.

Återanskaffningsvärdet är den mest vanliga metoden och används ifall företaget skall fortsätta sin verksamhet. Återanskaffningsvärdet är vad liknande tillgång skulle kosta ifall den köpts på marknaden då värderingen görs. Tillgångarna i balansräkningen är vanligtvis undervärderade på grund av avskrivningar och därför är det bra att använda sig av återanskaffningsvärdet för att få en så nära värdering som möjligt.

Likvidationsvärde är värdet på tillgångarna man kan beräkna med ifall företaget skall likvideras. Likvidationsvärdets metoden är därför inte så vanligt att använda på företag som skall fortsätta sin verksamhet utan är relevant ifall företag upphör sin verksamhet. Att bara använda sig av de bokförda värden vid en substansvärdering är också möjligt men man måste ta i beaktan att värdet förmodligen inte visar hela sanningen. Denna metod används oftast ifall man inte har intern information, det vill säga att man inte kan justera tillgångarna och skulderna. Metoden är alltså förekommande men är oftast till för att få en snabb överblick av företagets värde. (Nilsson et al. 2002 s.302–303)

2.4.3 Marknadsbaserad värdering

Marknadspriset för börsnoterade företag är alltid tillgänglig på aktiemarknaden. Värderingen förutsätter att marknaden är öppen, aktiv, fungerande och effektiv för att den skall vara trovärdig. Marknadspriset bestäms av utbud och efterfrågan på marknaden vilket baseras på all tillgänglig information om priset samt företaget. Därför är marknadsvärdering en av de mest relevanta metoderna eftersom den ger en så trovärdig värdering av företaget som möjligt. (Seppänen 2017 s.93, 112, 119)

Marknadsvärdet av företag får man genom att multiplicera företagets utestående aktier med börskursen vilket nedanstående ekvation visar. (Alma Talent)

$$\text{Marknadsvärde} = \text{Utestående aktier} \times \text{börskursen}$$

I och med analysering av marknadsvärdets tillförlitlighet måste man först säkerställa att marknaden är öppen, aktiv, fungerande samt effektiv. Det här betyder att ingen privat marknadsaktörs transaktion har effekt på marknadsprisbildningen. Dessutom måste all nödvändig information om företaget vara tillgänglig i realtid för alla marknadsaktörer. Informationen om företaget är viktigt eftersom det konstant speglas på börskursen det vill säga dåliga nyheter påverkar oftast börskursen negativt medan goda nyheter påverkar oftast positivt. Ifall dessa ovanstående kriterier uppfylls kan man anta att marknadsvärdet är tillförlitlig och så nära som möjligt det verkliga värdet. I princip uppfyller stora börsnoterade företag de ovanstående antaganden eftersom deras börsvärde är informativ och företagets verkliga värde representeras väl. (Seppänen 2017 s.121)

Funktionaliteten på aktiemarknaden måste också bedömas i och med analysering av marknadsvärdet och detta görs med hjälp av marknadsegenskaperna. Faktorerna som påverkar marknadspriserna och som används för att bedöma hur väl information kan inkluderas i kursnoteringarna är flera. Marknadsplatsen och börserna påverkar marknadsvärdet på företagen. Tillgängligheten och kvaliteten på information har generellt sett visat sig vara bättre för företag som är listade på reglerade börser till exempel Nasdaq Helsinki Main List än för företag på mindre reglerade börser som till exempel Nasdaq First North. Det här betyder att själva marknadsplatsen kan spegla hur väl marknadspriset på ett företagsaktier innehåller information som påverkar dess värde. Kursnoteringarna kan också variera från marknadsplats till marknadsplats ifall ett

företagsaktier handlas på mera än en marknadsplats. Den mest fördelaktiga marknadsplatsen är den där det bästa priset på företagets aktier finns att tillgå, med hänsyn till transaktionskostnaderna.

Ett högt marknadsvärde på eget kapital indikerar oftast att marknaden är öppen, aktiv, fungerande och effektiv. Företagens höga marknadsvärde syftar också till hög handelsvolym, många investerare samt många analytiker vilket tyder på en aktiv marknad. Storleken på "bid-ask spread" alltså skillnaden mellan köp och säljkursen tyder på informations skillnader mellan marknadsaktörerna. Ett högre "bid-ask spread" tyder på stora informations skillnader medan ett lägre på mindre informations skillnader. Ett hög bid-ask spread betyder också att det är svårt att beräkna företagets verkliga värde vilket man måste ta i beaktan i samband med värderingen.

Marknadskursen på aktierna ändras kontinuerligt, vilket betyder att det finns flera alternativ vid beräkning av företagsvärdet. Man kan använda sig av öppningspriset, dagens lägsta och högsta, dagligt medelvärde och stängningskurs. Vid värdering använder man sig oftast av stängningskursen eftersom den är den senaste och därför den mest informativa punkten. Ifall ingen transaktion har gjorts under värderingsdagen måste man använda sig av den senaste noteringen. Man kan också justera detta värde med ett index genom att spegla förhållandena mellan indexet samt priset vid värderingstillfället. Ett erbjudande kan också användas som ett alternativ som värderingsgrund ifall handeln är oregelbundet. (Seppänen 2017 s.121–124)

2.4.4 Jämförande värdering

Jämförande värdering går ut på att beräkna värdet på jämförbara företag med hjälp av marknadens bedömning av värdet. Grund idén är alltså att kunna uppskatta värdet på en tillgång eller företag med hjälp av marknadens prissättning på andra jämförbara tillgångar eller företag. Jämförande värdering utgår från prismultiplar, till exempel P/E, EV/EBITDA. (Nilsson et al. 2002 s.58,60)

P/E: Förkortning av price / earnings (aktiepris / vinst per aktie). Denna prismultiplikel anger förhållandet mellan företagets aktiekurs och vinst per aktie. Vid beräkningen används oftast den senaste rapporterade årsvinsten för företaget (Nilsson et al. 2002 s.60).

Enligt Nordnet används P/E talet främst för att se vad marknaden är villig att betala för aktien i frågan just nu. Lågt P/E betyder billigare aktie, lägre risk och stabilare företag medan höga P/E betyder dyrare, högre risk och tillväxtbolag. Hög P/E är acceptabelt och man tror på företagets framtid och framtida vinstökning. P/E talet rör sig som helt het mellan 15–20 på den svenska aktiemarknaden (Nordnet).

EV/EBITDA: Förkortning av enterprise value / EBITDA. Enligt Robin är nyckeltalet bra att använda vid värdering av bolag eftersom den tar i beaktan skulder och justerat kapital. För att förstå om talet är högt eller lågt bör man jämföra det med andra liknande företags EV/EBITDA och tidigare nivåer på det. Precis som för P/E talet anses ett lågt tal som ett lägre värderat företag på börsen. (Robin 2022)

För att kunna göra en jämförande värdering krävs ett jämförelseobjekt det vill säga ett jämförbart eller liknande företag eller en grupp av jämförbara företag. Värderingen kräver också en prismultipl där man dividerar jämförelseföremålets pris med en jämförelsevariabel till exempel någon av de ovanstående prismultiplarna. Ifall företagen inte är helt jämförbara krävs information som kan användas för att justera skillnaderna mellan dem. Ifall dessa krav uppfylls kan man beräkna företagets värde med hjälp av den nedanstående formeln:

Uppskattat värde = Pris multipl x företagets jämförelsevariabel. (Nilsson et al. 2002 s.59)

Det finns både fördelar och nackdelar med jämförande värderingsmodeller. En fördel är att modellerna speglar marknads tolkning av företagets aktie och värde. Detta är bra eftersom på marknaden ser man också uppskattningen av framtida utsikter vilket kan vara bra för företag som introducerar något nytt. En annan fördel är att värderingsmodellerna och formlerna inte kräver lika mycket information, vilket betyder att man även kan använda dem för att få en snabb överblick av värdet för att sedan gå in i djupet på de intressanta föremålen. En nackdel med jämförande värdering är att modellerna baseras på kortvariga prognoser. Det här betyder att det är svårt att se långsiktiga trender och därför kan eventuellt för stor vikt sättas på rådande förhållanden. De flesta prismultiplarna baseras på information från bokslut vilket betyder att värderingen kräver en grundlig redovisningsanalys ifall man vill ha ett så representativt värde som möjligt. (Nilsson et al. 2002 s.61–62)

3 METOD

Forskningsmetoderna kan delas in i kvalitativa och kvantitativa forskningsmetoder. Kvantitativ forskning kan ses som en forskningsstrategi som betonar kvantifiering i insamling och analys av data. Kvalitativ forskning kan däremot tolkas som en forskningsstrategi som vanligtvis tolkar ord. Valen av forskningsstrategi måste samordnas med den specifika forskningsfrågan som undersöks, det vill säga det är forskningsfrågan som styr valet av forskningsstrategi och metod. Val av den rätta metoden är viktigt för att besvara det man är ute efter, alltså forskningsfrågan. (Bryman 2012)

3.1 Val av metod

I detta arbete kommer en kvalitativ metod användas för att analysera företagen och branschen. En årsrapport består av både ord och siffror där bägge tas i beaktan vid studerandet, vilket betyder enligt Bryman (2012) att studiet utförs kvalitativt. Eftersom arbetet kommer behandla sekundärdata från företagens bokslut kommer en skrivbordsundersökning utföras. Enligt Fortnox används skrivbordsundersökningar för flera olika marknadsundersökningar samt efterforskningar vilket tillfaller inom ramen för denna studie. För att studien skall vara så tillförlitlig som möjligt skall informationen enligt Fortnox vara så nära ursprungskällan som möjligt vilket betyder att användningen av officiella årsrapporter lämpar sig för studiet.

3.2 Tillvägagångssättet

Studiet är utförd med en bokslutsanalys det vill säga med en grundlig genomgång av företagens bokslut. Boksluts materialet kommer från bolagens officiella årsrapporter vilka är publicerade för allmänheten på deras hemsidor. Med användningen av bolagens årsrapporter från år 2019 till 2021 kan man skapa en bild över företagens nuvarande situation samt hur de har utvecklats under tidsperioden. Insamlingen av data har utförts baserat på genomgång av årsrapport där det relevanta angående värderingsmodeller och verksamhetsområden dokumenterats i Excel.

Eftersom arbetet behandlar utvecklingen av skogsindustrin kommer företagets förvaltningsberättelse analyseras. Från den kommer data angående verkställande direktörens syn på räkenskapsåret och verksamhetsområden analyseras. Företagens olika verksamhetsområden kommer också analyseras grundligare för att förstå hur industrin har utvecklats och för att se eventuella framtida trender. Denna information om företagen i årsberättelsen har analyserats grundligt för att hitta likheter och skillnader samt hur de kan ha påverkat företagen finansiellt.

Eftersom arbetet behandlar skogsindustrins utveckling tar forskningen i beaktan flera företag inom denna bransch. I undersökningen är företagen UPM, Stora Enso, Svenska Cellulosa Aktiebolag samt Holmen delaktiga. Dessa företag klassificeras som stabila och stora företag i enlighet med bestämmelserna i 1 kap. 4c§ i bokföringslagen och är verksamma inom samma bransch. Genom att se på flera företags bokslut kan man dra överordnade slutsatser om branschens utveckling samt position.

Undersökningen utfördes i början av 2022 vilket betyder att den senaste och mest relevanta tillgängliga informationen om företagen är från 2021. Därmed baseras studien på årsrapporten från 2019 till 2021.

3.3 Analys av data

I årsrapporten förekommer mycket information, där den insamlade data har blivit grundligt analyserat för att finna det relevanta för arbetet. Sammanfattning av bokslutsmaterialet till det relevanta har skett för att stöda studiens frågeställningar det vill säga att hjälpa svara på forskningsfrågorna. För att undersöka branschens utveckling analyseras företagens verksamhetsområden och verkställande direktörens syn på dessa. Nedbrytningarna till de mest relevanta informationerna angående dessa har utförts i Excel, där tabeller baserad på informationen utformats.

Som tidigare fastställt kommer arbetet också behandla olika typer av värderingsmodeller. Substansvärdering kräver en analys av företagens tillgångar och skulder vilket betyder att denna data från boksluten kommer analyseras. Marknadsvärderingen kräver en analys av företagens uteståendeaktier samt marknadspris, där uteståendeaktier fås från boksluten.

Marknadspriset hämtas från ”marknaden” och fastslås så att alla börskurser är från samma tidpunkt. Relationstalen i kapitel 2.4.4 kommer beräknas i arbetet där de nödvändiga data för dessa tal kommer analyseras.

3.4 Validitet och reliabilitet

Enligt Bryman måste forskningen beakta validitet och reliabilitet. Validitet innebär till vilket mån forskningen mäter det arbetet är avsedd att mäta. Syftet med arbetet är att mäta skogsindustrins utveckling samt framtida utsikter. Med hjälp av bokslutsanalys och olika värderingsmodeller av flera företag inom skogsindustrin kan man dra slutsatser om branschens utveckling samt framtid. Det här innebär att studiet tar validitet i beaktan och kan anses trovärdig. (Bryman 2012, s.47)

Med reliabilitet avses om resultatet blir det samma ifall man utför forskningen på nytt. Studien är främst bunden till företagens bokslut och påverkas därmed på valet av boksluten. Det vill säga ifall man använder bokslut från olika år än 2019–2021 kommer resultatet inte vara det samma som för detta arbete. Ifall man dock använder sig av samma bokslut kommer resultatet bli det samma som för denna studie. Det här innebär att denna studie även tar reliabilitet i beaktan. (Bryman 2012, s.46)

4 RESULTAT

4.1 Bokslutsanalys

Tabellen nedan visar UPM:s verksamhetsområden och deras procentuella del av den totala försäljningen för åren 2019–2021. Data är hämtat från UPM:s årsrapporter för dessa år. Tabellen innehåller också en procentuell trend mellan åren. UPM:s ”*speicalty papers*” är pappersmaterial för märkning och förpackning medan ”*communication papers*” är grafiskt papper. Enligt tabellen har alla verksamhetsområden ökat eller hållits samma förutom grafiskt papper. I 2021 stängde UPM en pappersfabrik i Finland och en i Storbritannien på grund av ökat fokus på digitalisering. Bioraffinaderiets del har ökat mest och enligt UPM:s VD, Pesonen Jussi, började de i början av 2021 planeringen av en ny nästa generations biobränslebioraffinaderi, vilket ska ta plats i Rotterdam. (UPM 2022)

Tabell 1. UPM:s verksamhetsområdets del av försäljningen mellan åren 2019 och 2021

UPM verksamhetsområden	2021	2020	2019	2019-2021 %
Sales (EURm)	9814	8580	10238	-4 %
Communication papers	33 %	35 %	40 %	-7 %
Specialty papers	14 %	14 %	12 %	2 %
Biorefining	27 %	23 %	24 %	3 %
Plywood	4 %	4 %	4 %	0 %
Raflatac	15 %	17 %	14 %	1 %
Energy	5 %	4 %	4 %	1 %
Other operations	3 %	2 %	2 %	1 %

Tabellen nedan visar Stora Ensos verksamhetsområden samt deras procentuella del av den totala försäljningen för åren 2019–2021. Även här kan man se en procentuell trend mellan dessa år. Enligt tabellen finns även här en minskning på pappers försäljning, vilket de har reagerat på med att förvandla vissa fabriker från pappers- till kartongproduktion. Stora Ensos VD, Bresky Annica, anser att valet var svårt, men var nödvändig för att upprätthålla konkurrensen i framtiden. Enligt tabellen har förpackningsmaterial haft den starkaste ökningen för Stora Enso. Enligt Bresky har ökad e-handel lett till ökad efterfrågan på hållbara förpackningar inom vilket hon anser Stora Enso är marknadsledare. (Stora Enso 2022)

Tabell 2. Stora Ensos:s verksamhetsområdets del av försäljningen mellan åren 2019 och 2021

Stora Enso verksamhetsområden	2021	2020	2019	2019-2021 %
Sales (EURm)	10164	8553	10055	1 %
Paper	16 %	23 %	28 %	-12 %
Forest	8 %	24 %		8 %
Wood products	17 %	16 %	16 %	1 %
Biomaterials	15 %	14 %	15 %	0 %
Packaging materials	37 %	36 %	25 %	12 %
Packaging solutions	7 %	7 %	12 %	-5 %
Other and eliminations		-21 %	4 %	-4 %

Tabellen nedan visar Svenska Cellulosa Aktiebolagets verksamhetsområden samt deras procentuella del av den totala försäljningen. Bokslutet är i Svenska Kronor och försäljningen (sales) har därmed blivit växlat till Euro med EUR/SEK kursen 11,11. Denna kurs är enligt Forex medelvärdet av EUR/SEK kursen för perioden 1.1.2019-31.12.2021. Även här finns en minskning av pappers försäljning där produktionen av papper avslutades helt och hållet år 2021. Enligt SCA:s VD, Larsson Ulf, förändras de

stående pappersverksamheterna till verksamheter som har bättre framtidsutsikter.
(Svenska Cellulosa Aktiebolaget 2022)

Tabell 3. SCA:s verksamhetsområdets del av försäljningen mellan åren 2019 och 2021

SCA verksamhetsområden	2021	2020	2019	2019-2021 %
Sales (EURm)	1694	1657	1763	-4 %
Forest	25 %	26 %	26 %	-1 %
Wood	28 %	25 %	24 %	4 %
Pulp	23 %	18 %	16 %	7 %
Containerboard/paper	22 %	31 %	34 %	-12 %

Tabellen nedan visar Holmens verksamhetsområden samt deras procentuella del av den totala försäljningen. Även här kan man se en procentuell trend mellan dessa år. Bokslutet är i Svenska Kronor och försäljningen (sales) har därmed blivit växlat till Euro med samma EUR/SEK kursen, nämligen 11,11. Försäljningen av alla pappersmaterial har minskat även för Holmen där bokpapper har minskat mest (4%). Enligt tabellen har trädprodukternas andel av försäljningen ökat mest under dessa år. Enligt Holmens VD, Sjölund Henrik, odlar Holmen skog för att bygga hus och det som lämnar över från virket används till produktionen av papper och papp. (Holmen 2022)

Tabell 4. Holmen:s verksamhetsområdets del av försäljningen mellan åren 2019 och 2021

Holmen verksamhetsområden	2021	2020	2019	2019-2021 %
Sales (EURm)	1753	1469	1526	15 %
Consumer paperboard	31 %	37 %	35 %	-4 %
Pulp	1 %	1 %	2 %	0 %
Book, magazine & packaging paper	26 %	27 %	30 %	-4 %
Newsprint	2 %	3 %	4 %	-2 %
Wood products	37 %	30 %	27 %	10 %
Electricity	2 %	2 %	2 %	0 %
Other	0 %	0 %	0 %	0 %

4.2 Substansvärdering

Tabellerna nedan visar substansvärderingen samt substansvärdet på de olika företagen mellan åren 2019 och 2021. Värderingarna är gjorda i enlighet med värderingsprocessen för att uppnå en så nära värdeuppskattning som möjligt. I värderingen används tillgångar och skulder för att räkna ut substansvärdet. "Tillgångar" är de totala tillgångarna (total

assets) som företagen har enligt deras officiella bokslut. ”Skulder” är de totala skulderna (total liabilities) som företagen har enligt deras officiella bokslut. Som redan nämnts är substansvärdet differensen av tillgångar och skulder. Tabellen visar också en procentuell trend mellan år 2019 och 2021 för de olika elementen. Liksom i bokslutsanalysen har EUR/SEK kursen 11,11 även blivit använd här för SCA och Holmen för att få all data i samma valuta.

Enligt tabellerna har substansvärdet ökat årligen för Stora Enso, SCA och Holmen. UPM hade ett sämre substansvärde 2020 men mellan åren 2019 och 2021 kan man se en trendtillväxt.

Tabell 5. Substansvärdering av UPM mellan åren 2019 och 2021

UPM EURm	2021	2020	2019	2019 – 2021 %
Tillgångar	17 676	14 858	14 722	20 %
Skulder	6 570	5 245	4 548	44 %
Substansvärde	11 106	9 613	10 174	9 %

Tabell 6. Substansvärdering av Stora Enso mellan åren 2019 och 2021

Stora Enso EURm	2021	2020	2019	2019 – 2021 %
Tillgångar	19 026	17 431	15 053	26 %
Skulder	8 360	8 637	7 630	10 %
Substansvärde	10 666	8 794	7 423	44 %

Tabell 7. Substansvärdering av Svenska Cellulosa Aktiebolaget mellan åren 2019 och 2021

SCA EURm	2021	2020	2019	2019 – 2021 %
Tillgångar	10 640	9 419	8 915	19 %
Skulder	3 166	2 925	2 750	15 %
Substansvärde	7 475	6 494	6 166	21 %

Tabell 8. Substansvärdering av Holmen mellan åren 2019 och 2021

Holmen EURm	2021	2020	2019	2019 – 2021 %
Tillgångar	6 129	5 629	5 340	15 %
Skulder	1 900	1 802	1 731	10 %
Substansvärde	4 229	3 826	3 610	17 %

4.3 Marknadsvärdering

Tabellerna nedan visar marknadsvärdering samt marknadsvärdet för de olika företagen mellan åren 2019 och 2021. Värderingarna är gjorda i enlighet med värderingsprocessen för att uppnå en så nära värdeuppskattning som möjligt. I värderingen används antalet utestående aktier och marknadspris/börskursen för att räkna ut marknadsvärdet. Antalet utestående aktier är hämtad från företagets officiella årsrapport. Marknadspriset för de olika aktierna är stängningskursen för sista börsdagen av året och är hämtade från Yahoo Finance. Alla företag förutom UPM har två olika aktier på marknaden, där marknadsvärdet är summan av de olika aktiernas marknadsvärde. Tabellerna visar också en procentuell trend mellan åren 2019 och 2021. Liksom i substansvärderingen har även här EUR/SEK kursen 11,11 blivit använd för SCA och Holmen för att få all data i samma valuta.

Enligt tabellerna har marknadsvärdet precis som för substansvärdet ökat årligen för alla dessa företag förutom för UPM. Mellan åren 2019 och 2021 kan man dock se en ökning även för UPM.

Tabell 9. Marknadsvärdering av UPM mellan åren 2019 och 2021

UPM EURm	2021	2020	2019	2019 – 2021 %
Utestående aktier	533 324	533 324	533 324	0 %
Marknadspris	33,46	30,47	30,91	8 %
Marknadsvärde	17 845	16 250	16 485	8 %

Tabell 10. Marknadsvärdering av Stora Enso mellan åren 2019 och 2021

Stora Enso EURm	2021	2020	2019	2019 – 2021 %
Antal A aktier	176 244	176 254	176 257	0 %
Marknadspris A	16,60	15,90	13,55	23 %
Marknadsvärde A	2 926	2 802	2 388	23 %
Antal R aktier	612 376	612 366	612 363	0 %
Marknadspris R	16,14	15,65	12,97	24 %
Marknadsvärde R	9 884	9 584	7 942	24 %
Marknadsvärde	12 809	12 386	10 331	24 %

Tabell 11. Marknadsvärdering av Svenska Cellulosa Aktiebolaget mellan åren 2019 och 2021

SCA EURm	2021	2020	2019	2019 – 2021 %
Antal A aktier	64 581	64 581	64 581	0 %
Marknadspris A	14,53	13,30	8,99	62 %
Marknadsvärde A	938	859	581	62 %
Antal B aktier	637 760	637 760	637 760	0 %
Marknadspris B	14,47	12,90	8,55	69 %
Marknadsvärde B	9 226	8 225	5 453	69 %
Marknadsvärde	10 164	9 084	6 033	68 %

Tabell 12. Marknadsvärdering av Holmen mellan åren 2019 och 2021

Holmen EURm	2021	2020	2019	2019 – 2021 %
Antal A aktier	45 246	45 246	45 246	0 %
Marknadspris A	40,27	37,35	26,55	52 %
Marknadsvärde A	1 822	1 690	1 201	52 %
Antal B aktier	117 265	117 265	124 256	-6 %
Marknadspris B	39,15	35,46	25,65	53 %
Marknadsvärde B	4 591	4 158	3 187	44 %
Marknadsvärde	6 413	5 848	4 388	46 %

4.4 Jämförande värdering

Tabellerna nedan visar uträkningar av relationstalen P/E och EV/EBITDA för de olika företagen mellan åren 2019 och 2021. Värderingarna är gjorda i enlighet med värderingsprocessen för att uppnå ett så nära värdeuppskattning som möjligt. I värderingen av P/E-talet divideras aktiepriset med vinst per aktie. Aktiepriset är det samma som användes i marknadsvärderingen medan vinst per aktie (earnings per share) är hämtat från företagets bokslut. Liksom i de andra värderingarna har även här EUR/SEK kursen 11,11 blivit använd för SCA och Holmen för att få all data i samma valuta. Enligt tabellerna har P/E-talen minskat för de finska företagen (UPM, Stora Enso)

medan den stigit för de svenska företagen (SCA, Holmen). P/E talet var som högst år 2020 för alla dessa företag.

I värderingen av EV/EBITDA användes företagens marknadsvärde och nettoskuld för att räkna ut EV (enterprise value). Marknadsvärdet som används i värderingen är värdet som tidigare räknats ut i arbetet medan nettoskulden (net debt) och EBITDA är hämtade från boksluten. Enligt tabellerna har EV/EBITDA gått ner för alla företag förutom för UPM där man kan se en ökning. Liksom för P/E talet var alla dessa företagens EV/EBITDA som högst år 2020.

Tabell 13. Jämförandevärdering (P/E och EV/EBITDA) av UPM mellan åren 2019 och 2021

UPM EURm	2021	2020	2019	2019 – 2021 %
Aktiepris	33,46	30,47	30,91	8 %
Vinst per aktie	2,41	1,05	1,99	21 %
P/E	13,9	29,0	15,5	-11 %
Marknadsvärde	17 845	16 250	16 485	8 %
Nettoskuld	647	56	-453	243 %
EV (Marknadsvärde + Nettoskuld)	18 492	16 306	16 032	15 %
EBITDA	1 821	1 442	1 851	-2 %
EV/EBITDA	10,2	11,3	8,7	17 %

Tabell 14. Jämförandevärdering (P/E och EV/EBITDA) av Stora Enso mellan åren 2019 och 2021

Stora Enso EURm	2021	2020	2019	2019 – 2021 %
Aktiepris A	16,6	15,9	13,55	23 %
Vinst per aktie A	1,60	0,79	1,12	43 %
P/E, A	10,4	20,1	12,1	-14 %
Aktiepris R	16,14	15,65	12,97	24 %
Vinst per aktie R	1,60	0,79	1,12	43 %
P/E, R	10,1	19,8	11,6	-13 %
Marknadsvärde	12 809	12 386	10 331	24 %
Nettoskuld	2 309	2 921	3 209	-28 %
EV (Marknadsvärde + Nettoskuld)	15 118	15 307	13 540	12 %
EBITDA	2 184	1 270	1 614	35 %
EV/EBITDA	6,9	12,1	8,4	-17 %

Tabell 15. Jämförandevärdering (P/E och EV/EBITDA) av SCA mellan åren 2019 och 2021

SCA EURm	2021	2020	2019	2019 – 2021 %
Aktiepris A	14,53	13,10	8,77	66 %
Vinst per aktie A	0,78	0,10	1,99	-61 %
P/E, A	18,6	133,5	4,4	321 %
Aktiepris B	14,47	12,90	8,55	69 %
Vinst per aktie B	0,78	0,10	1,99	-61 %
P/E, B	18,5	131,5	4,3	330 %
Marknadsvärde	10 164	9 084	6 033	68 %
Nettoskuld	698	690	774	-10 %
EV (Marknadsvärde + Nettoskuld)	10 862	9 774	6 807	60 %
EBITDA	820	400	479	71 %
EV/EBITDA	13,3	24,5	14,2	-7 %

Tabell 16. Jämförandevärdering (P/E och EV/EBITDA) av Holmen mellan åren 2019 och 2021

Holmen EUR	2021	2020	2019	2019 – 2021 %
Aktiepris A	40,27	37,35	26,55	52 %
Vinst per aktie A	1,66	1,10	4,73	-65 %
P/E, A	24,2	34,0	5,6	331 %
Aktiepris B	39,15	35,46	25,65	53 %
Vinst per aktie B	1,66	1,10	4,73	-65 %
P/E, B	23,5	32,3	5,4	334 %
Marknadsvärde	6 413	5 848	4 388	46 %
Nettoskuld	369	376	341	8 %
EV (Marknadsvärde + Nettoskuld)	6 782	6 224	4 729	43 %
EBITDA	471	329	314	50 %
EV/EBITDA	14,4	18,9	15,1	-4 %

5 DISKUSSION

I detta kapitel kommer resultatet samt metoderna av arbetet diskuteras. Resultaten kommer jämföras sinsemellan samt med de tidigare forskningarna för att hitta likheter, olikheter samt relationer. Den valda metoden kommer också diskuteras för att förstå hur den fungerade som helhet för detta arbete.

5.1 Resultatdiskussion

Enligt analysen har alla företag i arbetet flera gemensamma faktorer, vilka kan användas för att förstå skogsindustrins utveckling. Enligt företagens bokslut har efterfrågan på papper minskat från 2019 till 2021. Även om efterfrågan på papper har minskat kan man se att alla företagens substansvärde och marknadsvärde har ökat under dessa år. P/E-talet har minskat för de finska företagen (UPM, Stora Enso) medan den har stigit för de svenska företagen (SCA, Holmen).

5.1.1 Jämförelser och relationer

Tabell 17. Jämförelse av substansvärde

Substansvärde EURm	2021	2020	2019	2019 – 2021 %
UPM	11 106	9 613	10 174	9 %
Stora Enso	10 666	8 794	7 423	44 %
SCA	7 475	6 494	6 166	21 %
Holmen	4 229	3 826	3 610	17 %

Tabell 18. Jämförelse av marknadsvärde

Marknadsvärde EURm	2021	2020	2019	2019 – 2021 %
UPM	17 845	16 250	16 485	8 %
Stora Enso	12 809	12 386	10 331	24 %
SCA	10 164	9 084	6 033	68 %
Holmen	6 413	5 848	4 388	46 %

Genom att analysera de ovanstående tabellerna kan man konstatera att alla företagen har en positiv tillväxt. Alla företagen har också ett högre marknadsvärde än substansvärde vilket tyder på att marknaden tror på företagen och skogsindustrins framtid. Man kan se att UPM är värderat högst både enligt substansvärde och marknadsvärde men har den minsta tillväxten i jämförelse till de andra under dessa år. Enligt tabellen har SCA den högsta marknadsvärde tillväxten och andra till högsta substansvärde tillväxten. Stora Enso har den största substansvärde tillväxten medan holmen har både ett högt marknadsvärde- samt substansvärde tillväxt.

Tabell 19. Jämförelse av P/E-tal

P/E	2021	2020	2019	2019 – 2021 %
UPM	14	29	16	-11 %
Stora Enso	10	20	12	-14 %
SCA	19	133	4	326 %
Holmen	24	33	6	333 %

Tabell 20. Jämförelse av EV/EBITDA

EV/EBITDA	2021	2020	2019	2019 – 2021 %
UPM	10	11	9	17 %
Stora Enso	7	12	8	-17 %
SCA	13	24	14	-7 %
Holmen	14	19	15	-4 %

Genom att jämföra nyckeltalen med varandra ser man att Stora Enso anses vara den billigaste medan Holmen är den dyraste både enligt P/E-talen och EV/EBITDA. UPM och Stora Enso är värderade högst både enligt Substansvärde och marknadsvärde vilket nyckeltalen förstärker eftersom företagen kan anses som säkrare och stabilare företag. SCA och Holmen är lägre värderade men har också större tillväxt vilket betyder enligt nyckeltalen att de är överpristade, men att marknaden ser potential i verksamheternas framtid.

Med att analysera bokslutet kan man se relationer till värderingarna. Som tidigare i arbetet konstaterats har papprets del av skogsindustrin minskat. UPM, vilken har den minsta tillväxten på senaste åren, har också papper som den största verksamhetsområde. SCA, som avslutade produktionen av papper och började satsa mera på biobränsle och förpackningar, har den största marknadsvärde tillväxten. Enligt bokslutsanalysen har trädprodukter, biobaserade förpackningar samt biomassa haft den bästa tillväxten under de senaste åren. Stora Enso som förvandlar dess pappersproduktion till kartongproduktion har en större tillväxt än UPM som inte förvandlar i samma takt. UPM har också en positiv tillväxt och enligt bokslutsanalysen är dess största växande verksamhetsområde bioraffinaderi, vilket har fått större vikt under senaste åren och enligt teorierna har en positiv framtid. Holmen, som satsar mest på trävirke, har också haft en stark positiv tillväxt, vilket stärks både enligt bokslutet och teorier om tillväxten av träbaserade konstruktioner. Med dessa relationer kan man dra slutsatser angående branschens utveckling samt framtida utsikter.

Med att jämföra resultatet av denna studie med tidigare studier kan man se klara likheter även om olika metoder använts. De tidigare forskningarna är från 2014 och 2018 och redan då kunde man se en minskad efterfrågan på papper. Enligt ETLA:s undersökning kommer efterfrågan på papper minska även i framtiden. De tidigare studierna såg också positivt på förpackningarnas framtid vilket kan också ses i detta arbete. Teorierna om biobränslets ökning och ny affärsutveckling kan också ses i detta arbete där till exempel UPM och SCA har börjat investera. Även om dessa studier är från olika tider och använder sig av olika metoder kan man se likheter i frågan om skogsindustrins utveckling.

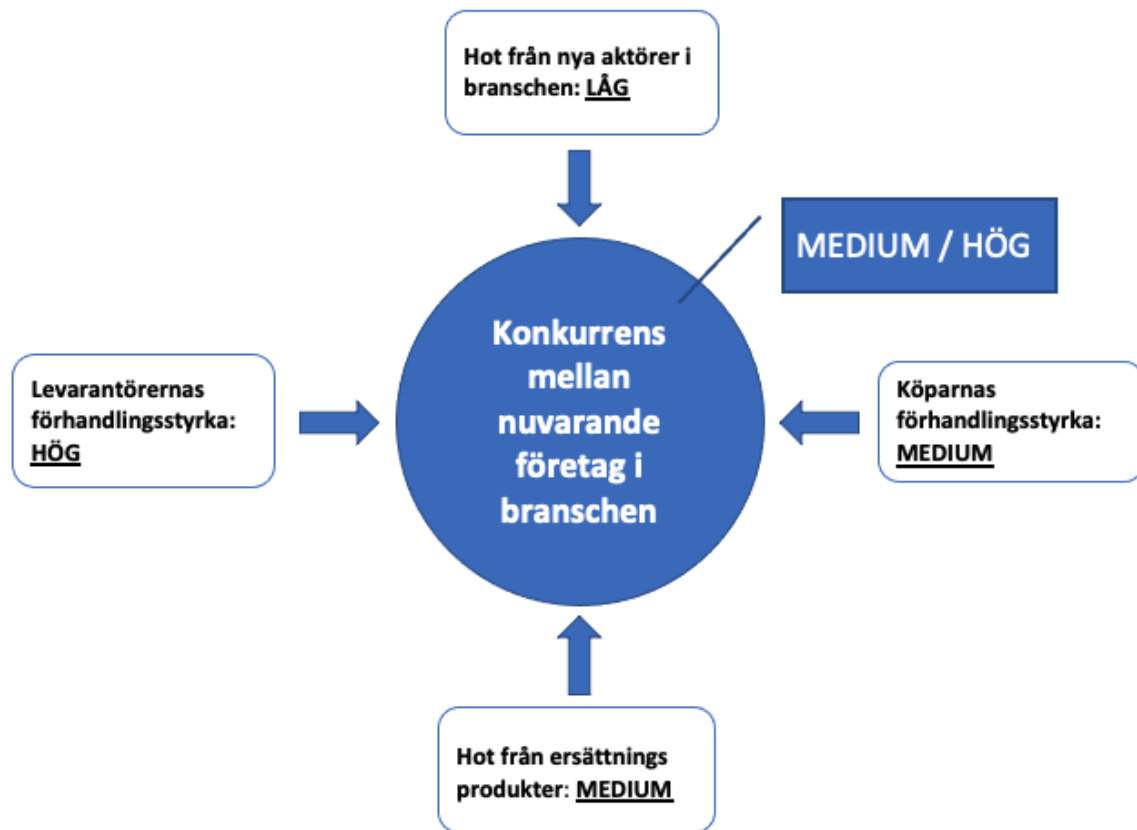
Värderingarna är gjorda i enlighet med värderingsprocessen vilket säkerställer att värderingarna representerar värden på företagen så gott som. Eftersom substansvärderingen är gjord på officiella bokslut har tillgångarna och skulderna inte kunnat justeras. Detta betyder att tillförlitligheten på dessa värden försvagas men att de ändå är relativt representativa. Resultaten av marknadsvärderingen har konstaterats tillförlitlig och funktionell i enlighet med teorin i kapitel 2.4.3. Jämförande värderingarna har gjorts i enlighet med teorin det vill säga med en grundlig genomgång av boksluten för att höja tillförlitligheten av resultaten. Det här betyder enligt teorierna och modellerna att resultaten är tillförlitlig och representativ.

Dessa förändringar i skogsindustrins verksamhetsområden förändrar dess framtida utveckling. Enligt de tidigare beskrivna trenderna och teorierna kommer företagen behöva stänga ner även mer pappersproduktion eftersom efterfrågan minskar. Med ökad handel på nätet kommer det ge upphov till större efterfrågan på biobaserade förpackningar vilket kan ses på företagens reaktioner med öppningar av nya kartongproduktioner. Med tillväxt trender kring biobaserade bränslen kommer utveckling inom dessa sannerligen också försätta. Som den tidigare studien från 2014 ansåg kan man se bioraffinaderier i dagens skogsindustriaffärsutveckling.

5.1.2 Bransch analys

Med hjälp av teorier, bokslutsanalys samt värderingarna har en bransch analys med porters femkraftsmodell kunnat utformas. Modellen beskriver branschens lönsamhet som

helhet. Faktorerna som påverkar dessa element kan läsas mera om i teoridelen, kapitel 2.3.



Figur 3. Porters femkraftsmodell (Nilsson et al. 2002)

Enligt figur 1 i teoridelen är produktionsmängden av varor stor vilket tyder på masstillverkning. Det här betyder att stordriftsfördelarna inom branschen är höga och att inträdeströskeln är hög, vilket innebär att hot från nya aktörer i branschen kan anses låg. Som tidigare konstaterats kan man se en trendig minskning av efterfrågan på papper och större fokus på digitalisering. Digitaliseringsprodukter anses som substitutvaror till papper, alltså produkter som hotar att ersätta papper. Man kan dock också se en ökad efterfrågan på biobaserade förpackningar och biobränsle vilket tidigare konstaterats. Det här betyder att hot från ersättningsprodukter finns, men hotar främst en produkt, och därmed förblir hotet medium. Eftersom dessa företag främst producerar och säljer liknande produkter har köparna en hög priskänslighet. Branschen har dock få leverantörer och därmed blir den relativa förhandlingsstyrkan låg. Det här betyder att köparna har möjlighet att byta säljare men eftersom leverantörerna är så få, blir förhandlingsstyrkan generellt medium. Produkterna säljs till olika marknader som till exempel produkterna, virke, förpackningar och biobränsle. Företagen eller leverantörerna kan därmed utöva

makt ifall marknaden i frågan inte är lockande. Därför anses leverantörernas förhandlingsstyrka hög. Eftersom företagens P/E-tal i 2021 rör sig i genomsnitt kring 17, vilket inte är högt eller lågt, förblir branschens tillväxt takt medium. Graden av koncentrationen mellan konkurrenterna blir hög eftersom det främst rör sig kring få stora aktörer. Graden av differentierade produkter är låg eftersom leverantörerna främst producerar och säljer liknande produkter. Allt detta tyder på att konkurrensen inom skogsbranschen rankas som medium men mot högre sidan.

Enligt teorin om branschens lönsamhet betyder högre konkurrens lägre lönsamhet. Detta betyder att enligt porters femkraftmodell har skogsindustrin en låg lönsamhet. Tidigare i arbetet beskrevs också kritik mot modellen där det framkom att modellen utesluter möjligheter och framtida trender. Som vi sett i resultatet av bokslutsanalysen har skogsindustrin en ljus framtid främst på grund av större fokus på gröna produkter. Detta tar porters femkraftmodell inte i beaktning och därmed berättar den sannoligen inte hela sanningen av skogsbranschens lönsamhet.

5.2 Metoddiskussion

I praktiken fungerade bokslutsanalysen väl med att möta arbetets syfte och forskningsfrågor. Uttalanden i årsrapporten förstärkte informationen om de finansiella talen i boksluten. Tabellerna baserade på bokslutsmaterialet har gett arbetet mera vikt där det stora insamlade data har brutits ner. Dessa tabeller har möjliggjort en utförligare analys av värdena. Med en kombination av detta har en grundlig analys av skogsindustrins utveckling kunnat utformas. Därmed anser jag att metoden var rätt vald eftersom den uppfyller arbetets syfte och svarar på forskningsfrågorna.

Även om metoden var rätt var den inte enkel att utföra. I årsrapporten finns det oändligt med data där man måste välja ut det relevanta för arbetet. Det finansiella data för värderingsmodellerna var enkelt att välja ut eftersom man hade teorier till stöd. I ett arbete som detta behöver man dock också tolka ord för att förstå det finansiella data bättre. Med att cirkulera mellan årsrapporten, arbetets syfte och forskningsfrågor kunde informationen kring skogsindustrins utveckling brytas ner till det relevanta.

Syftet med arbetet var att se skogsindustrins utveckling samt framtida utsikter. I arbetet har flera företag från skogsbranschen värderats och analyserats vilket betyder att man kan dra slutsatser om branschens utveckling och framtid. Med detta anser jag alltså att validiteten av studiet uppfylldes väl, eftersom forskningen mäter det nödvändiga för arbetet.

Reliabiliteten av arbetet har också tagits i beaktan. Ifall forskningen skulle göras om med samma information och under samma period skulle resultatet vara det samma. Ifall olika data skulle användas kunde resultaten vara annorlunda men samma trender skulle ändå kunna ses eftersom teorierna från andra forskningar bekräftar detta. Enligt teorin skulle publicerat information också kunna påverka svaren vilket betyder att de finansiella talen inte eventuellt berättar hela sanningen. Generellt sett anser jag att reliabiliteten uppfylldes väl men perioden och valen av företagen måste tas i beaktan.

6 SLUTSATSER

Arbetets syfte var att se utvecklingen samt framtida utsikter för skogsindustrin med hjälp av bokslut samt värderingsmodeller för fyra börsnoterade skogsindustrieföretag. Företagen som valdes att analyseras samt värderas var UPM, Stora Enso, Svenska Cellulosa Aktiebolaget och Holmen. Forskningsfrågorna arbetet skulle svara på var hur företagen samt branschen utvecklats på basis av boksluten och värderingsmodellerna. Arbetet skulle också svara på hur framtidsutsikterna för skogsindustrin ser ut. Hur och varför företagens marknadsvärde varierar från värderingsmodellernas värde skulle också besvaras. En kvalitativ undersökning gjordes för att besvara dessa frågor, med hjälp av företagens officiella årsrapporter.

Arbetet resulterade i att skogsindustrin har en låg lönsamhet, stora förändringar inom verksamhetsområdena och goda framtidsutsikter. Enligt Porters femkrafmodell har skogsindustrin en låg lönsamhet men enligt bokslutsanalysen kan man ändå se en tillväxttrend. På basis av de fyra företagens bokslut och värderingar kunde man se att efterfrågan på grafiskt papper minskat på grund av större fokus på digitalisering. Man kunde också se att förpackningarnas, biobränslets och virkes del av försäljningen ökat på grund av större fokus på hållbarhet. Trenden och teorin inom dessa verksamhetsområden tyder också på en fortsatt tillväxt. Alla företagens marknadsvärde är högre än

substansvärdet där vissa företag haft en större tillväxt än andra. Detta tyder på att marknaden tror på företagens samt branschens tillväxt och framtida utsikter vilket P/E och EV/EBITDA talen förstärker.

Slutsatserna av studien blir därmed att skogsindustrins verksamhetsområden har förändrats under senaste åren på grund av större fokus på digitalisering, e-handel och hållbarhet. Enligt porters femkraftsmodell och företagsvärderingarna har skogsindustrin en låg men positiv tillväxt. Över lag anser jag att skogsindustrin har goda framtidsutsikter i enlighet med bokslutsanalysen och värderingsmodellerna.

6.1 Arbetets begränsningar

Det använda data var begränsad till officiellt publicerat information vilket enligt teorin kan ha påverkat resultaten till en viss mån. Studien var också begränsad till fyra företag för att representera skogsbranschen men anser att man kunde dra slutsatser om branschen med stöd av teorier och bokslutsanalysen. Arbetet var också begränsat till ett relativt kort period vilket också innefattade en avvikande period det vill säga 2020 med COVID-19 pandemin. Enligt tidigare forskning kunde man dock se relationer mellan resultaten och trender, vilket tyder på att resultaten är representativ. Arbetet var också begränsat till nordiska börsbolag men enligt boksluten och tidigare studier kan man se dessa trender även på en global nivå. Den använda EUR/SEK kursen var ett medeltal på tre år vilket kan också ha påverkat svaren till en viss mån.

6.2 Förslag till vidare undersökningar

Denna studie var avgränsad till perioden 2019–2021, det vill säga ett relativt kort period. Därmed skulle man kunna undersöka branschen under en längre tidsperiod för att få en ännu informativare syn på dess utveckling. Man kunde också göra en makroanalys av marknaden för att bättre kunna förutspå branschens framtid. Den kvalitativa forskningen var begränsad till bokslut och därmed skulle det vara intressant att göra en mera ingående forskning med till exempel intervjuer om bolagens syn på utvecklingen. Bolagen som användes var nordiska företag och därmed skulle man kunna använda bolag från olika världsdelar för att se ifall dessa eller liknande trender också existerar i den globala marknaden. Det skulle också vara intressant att jämföra skogsindustrins lönsamhet och

tillväxtgrad med andra industrier. Studien kan också upprepas om några år för att se ifall dessa framtidsutsikter var korrekta och ifall liknande trender kan ses då också.

KÄLLOR

Alma Talent, *Markkina-arvo*. Tillgänglig:

<https://www.almatalent.fi/tunnuslukuopas/porssitunnusluvut/markkina-arvo/> Hämtad: 14.2.2022

Berg-Andersson, B., Kaitla, V., Kulvik, M., Lintunen, J., 2021, *Etna päivitti paperiteollisuuden toimialaennusteen: paperin vienti jää tänä vuonna alle 2019 tason ja vähenee edelleen lähivuosina*, ETLA. Tillgänglig:

<https://www.etla.fi/ajankohtaista/etla-paivitti-paperiteollisuuden-toimialaennusteen-paperin-vienti-jaa-tana-vuonna-alle-2019-tason-ja-vahenee-edelleen-lahivuosina/>

Hämtad: 21.2.2022

Bioekonomi a, *Bioekonomi i korthet*. Tillgänglig: <https://bioekonomi.fi/finland-utvecklar/bioekonomi-i-korthet/> Hämtad: 21.2.2022

Bioekonomi b, *Trä och skog*. Tillgänglig: <https://bioekonomi.fi/puu-ja-metsa/> Hämtad: 21.2.2022

Bokföringslag 30.12.1997/1336, Finlands författningssamling. Tillgänglig: <https://www.finlex.fi/sv/laki/ajantasa/1997/19971336#L6P1> Hämtad: 25.1.2022.

Bryman, A., 2012, *Social research methods*, 4, Oxford University press

Carlier, M., 2021, *Worldwide number of battery electric vehicles in use from 2016 to 2020*, Statista. Tillgänglig: <https://www.statista.com/statistics/270603/worldwide-number-of-hybrid-and-electric-vehicles-since-2009/> Hämtad: 21.2.2022

Finnish forest industries. *Finnish forest industries statistics*. Tillgänglig: <https://www.metsateollisuus.fi/en/facts-about-finnish-forest-industry> Hämtad 21.2.2022

Forex, *EURO – EUR*. Tillgänglig: <https://www.forex.se/valuta/eur> Hämtad: 3.4.2022

Fortnox, *Vad är skrivbordsundersökning*. Tillgänglig: <https://www.fortnox.se/fortnox-foretagsguide/ekonomisk-ordlista/skrivbordsundersokning> Hämtad 14.3.2022

Holmen, 2022, *Holmen Annual Report 2021*. Tillgänglig: <https://www.holmen.com/globalassets/holmen/arsstamma-arsredovisning-och-kvartalsrapporter/holmen-annual-report-2021.pdf> Hämtad: 29.3.2022

Holopainen, H., Kärki, T., 2022, *Stora Enso aikoo selvittää Oulun tehtaan toisen paperikoneen muuttamista kartonkituotantoon – arvion mukaan kyseessä jopa miljardi-investointi*, YLE. Tillgänglig: <https://yle.fi/uutiset/3-12329917> Hämtad: 22.2.2022

Hurmekoski, E., Jonsson, R., Korhonen, J., Jänis, J., Mäkinen, M., Leskinen, P., Hetemäki, L., 2018, Diversification of the forest industries: role of new wood-based products, *Canadian Journal of Forest Research*, 48(12), s. 1417–1432. Tillgänglig: Academic Search Complete Hämtad: 19.4.2022

Lundén, B., Nyholm, J., 2013, *Bokslutsanalys – att tolka bokslut och årsredovisningar*, 5, Björn Lundén information Ab

Michaux, S., 2016, *Porter's Five Forces*, 50minutes.com. Tillgänglig: Perlego. Hämtad: 24.3.2022

Nationalencyklopedin, *Substansvärde*. Tillgänglig: <https://www-ne-se.ezproxy.arcada.fi:2443/uppslagsverk/encyklopedi/lang/substansvärde> Hämtad: 14.2.2022

Nilsson, H., Isaksson, A., Martikainen, T., 2002. *Företagsvärdering med fundamental analys*, 1. Studentlitteratur AB, Lund

Nordnet, *Vad betyder P/E tal & hur används det?*. Tillgänglig: <https://www.nordnet.se/blogg/kunskapsbanken/aktier/vad-ar-p-e-talet/> Hämtad: 10.4.2022

Näyhä, A., Pesonen H-L., 2014, Strategic change in the forest industry towards the biorefining business, *Technological Forecasting and Social Change*, 81, s. 259–271.

Tillgänglig: Sage journals Hämtad: 19.4.2022

Osuuspankki, *Bestämning av företagets värde*. Tillgänglig:

<https://www.op.fi/foretagskunder/kundforhallande/foretagsforvarv/faststalla-varde-pa-foretag> Hämtad: 24.1.2022.

Projektledning, 2021, *Branschanalys: Ett verktyg för att utvärdera marknaden*.

Tillgänglig: <https://projektledning.se/branschanalys/> Hämtad: 14.2.2022

Robin, 2022, *Vad är EV/EBITDA?*, Börskunskap. Tillgänglig:

<https://borskunskap.se/ev-ebitda/> Hämtad: 10.4.2022

Seppänen, H., 2017, *Yrityksen arvonnäätitys*, Alma Talent, Helsingfors

Skogsindustrierna, *Skogsindustrins betydelse*. Tillgänglig:

<https://www.skogsindustrierna.se/om-skogsindustrin/skogsindustrin-i-korthet/skogsindustrins-betydelse/> Hämtad: 14.2.2022

Stora Enso, 2022, *Stora Enso Annual Report 2021*. Tillgänglig:

https://www.storaenso.com/-/media/documents/download-center/documents/annual-reports/2021/storaenso_annual_report_2021.pdf Hämtad: 29.3.2022

Stora Enso, *Så här tillverkar vi batterier av träd: Lignode® by Stora Enso*. Tillgänglig:

<https://www.storaenso.com/sv-se/products/lignin/lignode> Hämtad: 21.2.2022

Svenska Cellulosa Aktiebolaget, 2021, *SCA och ST1 startar samägt bolag för att*

producera och utveckla biodrivmedel. Tillgänglig: <https://www.sca.com/sv/fornybar-energi/nyheter/2021-09/sca-och-st1-startar-samagt-bolag/> Hämtad: 22.2.2022

Svenska Cellulosa Aktiebolaget, 2022, *Annual report 2021*. Tillgänglig:

<https://www.sca.com/en/about-us/Investors/financial-archive/annual--and-sustainability-reports/> Hämtad: 29.3.2022

Svenska Cellulosa Aktiebolaget, *Biodrivmedel*. Tillgänglig:

<https://www.sca.com/sv/fornybar-energi/produkter/biodrivmedel/> Hämtad: 22.2.2022

UPM Biofuels, *Förnybara energilösningar är vägen till en hållbar framtid*. Tillgänglig:

<https://www.upmbiofuels.com/sv/> Hämtad: 21.2.2022

UPM, 2022, *Financial report 2021*. Tillgänglig:

<https://www.upm.com/siteassets/asset/investors/2021/en/ixbrl-viewer.htm> Hämtad:
29.3.2022

Vuojakoski, S., 2021, *Hållbara bilbatterier av träd*, Bioekonomi. Tillgänglig:

<https://bioekonomi.fi/hallbara-bilbatterier-av-trad/> Hämtad: 21.2.2022